NOMURA
野村东方国际证券

宏观点评

疫情后的世界

证券研究报告

2020 年 07 月 28 日

分析师

高挺

ting.gao@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120006

（报告内容主要翻译自野村全球宏观研究主管苏博文、野村国际（香港）中国区首席经济学家陆挺博士及野村全球宏观研究团队的宏观经济报告）

经历了强制休假、口罩常态化及疫情恐慌后的世界

- 本篇报告包含展望未来的 15 篇短报告，呈现了我们对疫情后世界的主要看法。
- 我们预计全球领导层将继续保持真空状态，中美关系紧张局势及逆全球化趋势将延续，新兴市场中期前景也将面临更多挑战。美元在全球市场的主导地位或将日趋下滑。
- 我们预计通胀率将保持在较低水平，实际利率可能会进一步走低。非常规货币政策有望成为新常态，从而降低了财政紧缩的急迫性。然而，危险在于道德风险可能会助长过度追逐高风险资产并引发资产价格泡沫。
- 收入不平等趋势或将加剧，未来几年全球恐将面临粮食危机。另一方面，这次疫情或有助于推动全球协作应对全球气候变化问题。
- 我们就新冠疫情给人们生活和工作带来的影响展开讨论，且相信此次疫情将是生产力复兴的催化剂。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

经历了强制休假、口罩常态化及疫情恐慌后的世界

得益于有效治疗手段、疫苗及群体免疫力，人们对疫情的恐惧或在不久的将来就烟消云散。就算新冠病毒无法彻底根除，但人们早就学会与传染病长期共存。

一方面，新冠疫情给经济造成了巨大冲击。许多经济体的单季 GDP 年化增速收缩了 25-40%。即使有史无前例的宏观经济政策支持，此次疫情也造成了大萧条以来和平时期最严重的全球经济衰退，而且还造成了其他深远影响。世界银行预计，全球 90%以上国家的人均 GDP 将下滑，创 150 年来的最高比例。通过包括失业、破产和负债等渠道，新冠疫情将给世界留下长久的经济伤疤。

另一方面，新冠疫情也提供了千载难逢的变革机遇。正如英国前首相丘吉尔所言，“永远不要浪费一场危机。”历史表明，危机期间做出的种种选择可以塑造未来几十年的世界格局。1944 年 7 月各国领导人在布雷顿森林会议上设计战后世界时，二战还尚未结束。但吸取了一战后错失良机的教训，他们明白重心必须从结束战争转向奠定新基础，从而迎来战后全球经济高速增长的“黄金三十年”。

当今世界，人们日益关注环境、收入不平等、贸易保护主义和经济长期停滞等问题。正如 1944 年一样，一场疫情过后世界格局需要重新洗牌，以建立更加可持续发展的未来。在这一重要关头，我们尝试来构想疫情后的世界。下列 15 篇报告展现了我们对未来（2020-2023 年）世界的主要看法。

总而言之，我们对全球新秩序并不乐观。我们预计新冠疫情将进一步削弱美国在国际经济政策方面的领导力，但当前似乎还没有其他国家或国家集团能够接替美国。无论谁出任下届美国总统，中美关系都可能偏紧张态势。由于全球生产多样化、人员国际移动性下降以及各国重视自给自足和国家安全胜于经济效益等因素，我们预计逆全球化浪潮将持续。新兴市场的中期增长前景将面临更多挑战，但仍会有部分国家将脱颖而出。

我们对超宽松宏观经济政策产生的中期影响持相对乐观态度。通胀率预计将保持在较低水平，私人储蓄超过投资将导致自然实际利率低于疫情前水平。我们预计非常规货币政策将成为新常态，从而降低了财政紧缩以应对公共债务激增的急迫性。但天下没有免费的午餐，危险在于道德风险可能会助长过度追逐高风险资产并引发资产价格泡沫。疫情危机促使许多新兴市场的央行首次启动量化宽松，而其中部分发展中国家面临的财政支配和丧失货币政策独立性的风险最大。

全球长期关注的问题方面，我们认为疫情带来的影响有好有坏。收入不平等问题将大大加剧，或将促使政治层面寻求更激进的解决方案，而疫情后全球或将遭遇粮食危机。

疫情或有助于推动全球协作应对全球气候变化问题，金融系统和企业将承担更多社会责任。此次疫情还加快了数字化进程，给人们的生活和工作带来了更多数字化场景。我们相信此次疫情将大大激发私营部门活力、带动生产力复兴。

最后，鉴于美国的巨额双赤字、欧盟财政协同性的提高以及以人民币为首的央行数字货币的到来，我们预计美元的全球主导地位将日趋下滑。

1. 中美关系面临挑战

影响近期中美关系走势的四大问题

近期中美关系仍面临较多挑战，影响因素主要有四个方面：

1）**贸易与经济一体化**。中国自 2001 年加入世贸组织以来经济快速增长且仍维持公有制为主的经济体系，这已成为双边关系摩擦的一个原因。特朗普总统非常关注中美之间的贸易不平衡问题；但在其上任之前，在全球化世界里中国独有特色的经济管理体制就已引起不少讨论。今年 1 月中美第一阶段经贸协议正式签署，有效制约了 2020 年关税和贸易壁垒问题的进一步上升。然而，旨在解决更多棘手问题的第二阶段经贸谈判进展甚微。

2）**国家安全/技术**。尽管第一阶段经贸协议已达成，但 2020 年国家安全和技术方面的紧张局势仍在不断升级，两国相继采取更多行动。美国商务部对华为实行更严格的出口制裁，同时还将多家中国企业及机构列入实体名单。美国国务院则继续劝阻各国在 5G 建设中使用华为产品。

3）**所谓的人权问题**。在美方所谓的人权问题上，两国分歧也进一步加剧，主要受两大因素影响：首先，中国在香港引入新国家安全法后特朗普政府开始撤销美国对香港贸易、经济和法律等方面的特殊待遇；其次，新疆问题依然是造成紧张局势的重要根源，特朗普签署《维吾尔人权政策法》后或对中国官员实施制裁。

4）**新冠肺炎疫情**。中国针对新冠疫情爆发的最初反应仍然是中美关系紧张的一个原因。但相对于贸易、国家安全和人权而言，美国两党对疫情和中国的态度出现分化。特别是共和党，已设法将民众注意力从特朗普政府对美国国内疫情的应对向全球疫情初期中国采取的行动方面转移。

上述四方面因素有助于反映中美关系的近期动态（包括 11 月美国大选的影响）。前三条是中美关系长期存在的问题，在一段时间内这些问题可能仍会对双边关系构成结构性挑战。

受美国大选驱使，总统候选人或对中国和当前双边关系持消极态度

鉴于美国公众舆论变得愈发消极，未来四个月特朗普总统和前副总统拜登的对华立场或不会出现积极向好迹象。上述结构性问题将是下届美国政府面临的重要外交政策挑战之一。此外，近年来美国涉华舆论持续恶化。两位总统候选人或将对中国持消极态度，并提出旨在影响中国行为的政策建议。两位候选人或相互指责对方在与中国抗衡方面做得不够好。我们认为前副总统拜登将很快会提出对华方针，如果他采取强硬路线，则可能会改变特朗普关于第一阶段经贸协议的政治考量。我们认为特朗普不太可能改变第一阶段经贸协议的整体轮廓。但随着民主党的批评之声日渐高涨，我们认为特朗普再次提高关税和/或施加其他贸易限制的风险会相应增加。

下届美国政府将确定工作重心和政策工具

大选结果将决定上述四个问题的优先级，以及美国将通过何种方式达成目标。拜登或将通过多种方式实现目标，重点会放在国家安全、技术和人权，而非双边贸易逆差。这可能将取决于美欧及与其他亚洲国家关系的加强，类似于前总统奥巴马对亚太地区的关注。然而，我们认为类似于跨太平洋伙伴关系协定（TPP）

这样的多边贸易协议不会出现。政策过程可能会更加透明。相比于广泛加征关税，拜登更有可能采用制裁和出口管制等手段来实现目标。从这方面来看，拜登或比特朗普更有可能撤消根据 301 条款实施的部分关税。

我们认为特朗普的第二个任期大致将与前四年相似。特朗普或在与其他地区和国家进行贸易谈判的同时，对中国采取单边行动。这可能会影响美国与其他国家（特别是欧洲）的长期关系。如果无需重新竞选，特朗普或将更积极地寻求尚未落地的贸易谈判事项，而这可能会导致关税上升和其他贸易壁垒。

长期问题

无论 2020 年美国大选花落谁家，包括上述前三大问题在内的种种长期问题或继续使中美关系承压。中美两国的历史经验和政治传统截然不同，而两国的政治和经济治理体系反映了这些差异。技术与国家安全之间的关系限制了经济一体化，从近期 5G 建设来看，不同技术领域的影响可能会继续发酵。不管美国哪个政党执政，这些领域在过去几年开始的脱钩现象都可能会延续。不过，经济一体化依然有多重好处。此外，还有依靠单个国家无法解决的问题，包括地缘政治稳定、军备控制和全球变暖等。从长远来看，中美两国在国家安全、技术、人权和贸易方面的紧张关系将影响中美从一定程度一体化的潜在受益能力，以及合作解决共同关心问题的能力。

中美关系是当今世界最重要的双边关系。两国都有开发新框架的强烈动力，而新框架的推出将在平衡分歧的同时实现利益最大化。建立新框架需要时间，也将遭遇种种挫折。最终，我们希望中美能构建一个互惠互利的新框架，但也认为中美关系的跌宕起伏或将在一段时间内导致全球经济波动。

追踪中美第一阶段经贸协议

由于全球疫情爆发，中美第一阶段经贸协议的执行进度落后于计划，或引发中美摩擦的不确定性。5 月 3 日特朗普总统表示，如果中国不履行第一阶段经贸协议规定的购买量，则将终止协议。鉴于民主党施加的压力越来越大、美国公众对华态度日益恶化，特朗普或会再次提高对中国产品加征的关税和/或施加其他贸易限制。在这种情况下，根据第一阶段经贸协议规定的采购目标和中国已完成的采购量，可以预测出下半年中国自美采购的规模。

据中国海关总署发布的每月进口数据，我们估计 2020 年 1-5 月中国采购第一阶段经贸协议列出的美国产品（非服务类）规模达 328 亿美元，占 1-5 月采购目标（693 亿美元）的 47.4%。1-5 月采购目标通过 2020 年全年目标（1726 亿美元；考虑季节性因素后）计算得出。在中国自美购买的三大类商品中，制成品完成 1-5 月采购目标的 57.9%，其次是农产品（43.5%）；部分由于油价暴跌，能源产品仅完成目标的 8.5%。部分受跨境旅行限制影响，2020 年一季度中国自美服务进口额仅为 117 亿美元，较 2019 年一季度（141 亿美元）低 16.9%，较 2017 年一季度（136 亿美元）低 13.9%。4 月和 5 月服务进口数据尚未发布。

值得注意的是，第一阶段经贸协议的官方目标是针对 2020 年整个日历年，以及针对 2021 年的总目标。特朗普政府或不必在大选前评估经贸协议的完成情况。

2. 逆全球化的过去和未来

疫情或为逆全球化浪潮提供一定动力，但推进步伐可能相对缓慢。一方面，过去五十年全球化极大提高了全球生产力，同时也缩小了跨国界差距。另一方面，全球化也拉大了社会阶层（尤其是发达经济体的各社会阶层）之间的差距。逆全球化或能缓解不平等加剧等部分难题，却可能会以生产率下降、价格提高、新兴市场增长放缓和更严重的地区冲突为代价。由于目前人员尚无法自由流通，那些严重依赖旅游业和移民的国家或受疫情影响较大。

全球化与逆全球化两波浪潮

过去两个世纪，世界经历了两次重大的全球化浪潮。第一波全球化浪潮始于19世纪，当时大英帝国统治着全球贸易和金融，德国崛起对其发起挑战，而美国则在对抗欧洲殖民者对美洲的侵略。随着1914年第一次世界大战爆发，第一波全球化浪潮戛然而止。第二波全球化浪潮始于20世纪70年代，当时美国的优势已压过苏联，社会主义阵营逐渐瓦解。20世纪70年代末中国开放经济并于2001年正式加入世贸组织，第二波全球化进程由此加快（图表1）。受今年全球疫情持续蔓延的影响，各国和跨国公司可能会重新评估风险，将重心从经济效益向风险抵御力和国家安全性转移，或因此加快逆全球化进程。

逆全球化或难以避免，但步伐可能较为缓慢且进展有限

与第一波全球化浪潮突然退场不同，第二波全球化结束有几大特征。首先，虽然第二波全球化趋于结束时美国爆发的金融危机蔓延至全球，但此后开始的逆全球化浪潮很大程度上是由于中国对内需日益依赖（图表2）。其次，尽管中国经济总量位居全球第二，但其在科学、技术、军事、金融和软实力等方面仍落后于美国。虽然美元主导地位有所下降日益丧失，但其作为全球主要储备货币的地位或依然稳固，美国也很可能将继续维持多年的全球主导地位。再次，背靠强大的制造业实力和庞大的国内市场，中国有望继续在全球价值链中发挥关键作用。

具体来看，中国制造业劳动力总量世界最大，且是全球性价比最高的劳动力市场之一。中国基础设施全球居前，尽管在高端制造业方面仍与部分主要工业国家有差距，但拥有最全的中低端制造业体系。中国执政党有效维持社会稳定，这对于确保供应链安全至关重要。正是因为有强大的社会管控力，中国才能采取有力措施来遏制新冠肺炎等流行病。最后，中国庞大的国内市场拥有许多“世界之最”，这意味着跨国公司不得不在中国市场保持较大影响力，包括当地市场服务和实现规模经济等方面。这些因素使得要脱离中国而在其他地区进行多元化经营面临较大挑战（参见第10篇《中国以外的多元化经营》）。

逆全球化浪潮孰胜孰负？

大多数经济学家都认为，全球化可以促进经济增长、提高生活水平、帮贫穷国家脱贫并为社会带来净收益，但全球化过程中无疑也会产生赢家和输家。即使是赢家，各经济体和社会阶层之间的收益分配也可能是不平均的。在之前的全球化浪潮中，亚洲四小龙和中国等部分新兴市场国家和地区是最大受益者。总体来看，发达经济体（特别是拥有在全球资本配置中发挥关键作用的金融中心的国家）也获益良多，但低端劳动密集型制造业产业外流拉大了美国大众和华尔街的收入和财富差距，引发过去二十年对全球化的强烈反对。对民粹主义的强烈抵制已极大改变了那些发达经济体的政治格局。

企业回流?抑或从中国转移至其他新兴市场?

疫情后的逆全球化或会进一步推动企业回流，但如上所述，由于中国等国家仍具有明显优势，因此回流的规模可能相当有限。受当前中美紧张局势所迫，部分跨国公司或将部分生产线转移到其他劳动力价格更低的新兴市场国家（例如越南、印度和柬埔寨）。即使出现企业回流，但考虑到跨国公司或借助高自动化水平来保持竞争力，回流对提振就业的作用可能相对有限。我们认为，疫情之后全球制造业的小规模洗牌将主要以生产从中国向其他新兴市场国家（而非发达国家）转移的形式进行。

量化宽松、资本流动、外商直接投资及普罗大众与华尔街的问题

第二波全球化浪潮的一大关键特征是，资本流动性远高于人口流动性（尤其是劳动密集型低薪行业）。新冠疫情甚至可能进一步拉大资本与劳动力之间的跨境流动性差距。一方面，随着疫情持续扩散，社交隔离措施短时间内无法解除，进一步限制了劳动力的流动。另一方面，旨在对冲疫情影响的新一轮量化宽松政策进一步下调发达经济体的利率，扩大了发达市场国家和新兴市场国家之间的利率差距。为追求高回报，国际投资者可将更多资金部署于新兴市场国家，其中部分资金将以资本流动的形式出现，而其他资金则以外商直接投资的形式出现。因此，即使在某种程度上新冠疫情能推进逆全球化和重新洗牌，但可能却无法减少不平等或弥补大众和华尔街之间的鸿沟。

此外，中小微企业和技术水平较低的劳动力更易受到疫情冲击，而政策刺激则侧重那些对资本市场敞口更大的大型企业和高收入人群。因此，新冠疫情或拉大境内外的收入不平等（参见第 9 篇《收入不平等：后期影响持续发酵》）。

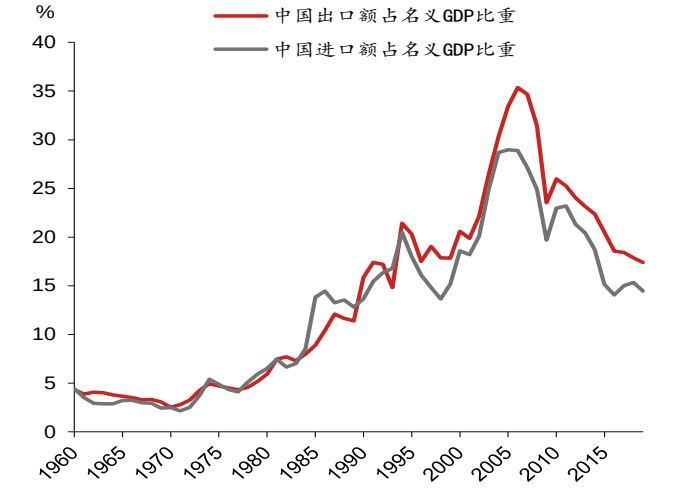
人口流动停滞的影响

目前我们认为疫情可能会持续较长时间。各国重启经济的步伐或较为缓慢，且对人员流动的限制比货物流动更为严格。如果人们无法出境旅行，那么泰国、希腊和西班牙等严重依赖旅游业的国家会首当其冲。与对旅游业依赖程度较轻的国家相比，这些国家经济复苏或更慢、服务业盈余也更低。长期来看，人口增长依赖移民的国家面临增长放缓的风险。联合国资料显示，澳大利亚、新西兰和加拿大等国家移民人口占比在近些年显著上升。凭借较高的增长潜力，这些国家主权债券收益率曾一度处于高位；但如果移民受限，这些国家主权债券收益率则或将像日本一样降至低位。全球疫情驱动的人口结构潜在变化或会改变全球资本流动格局。

图表 1：全球出口额占全球名义 GDP 比重

资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 2：中国进出口额占名义 GDP 比重



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

3. 全球领导力

不断变化的世界秩序

二战以来，美国在塑造全球经济运作方式方面发挥了领导作用，而且可能也是制定战后“自由秩序”的主要发声者。美国也帮助引导世界格局的演变，经历了冷战结束、中国崛起等重大结构性变化。

不过，近年来美国的全球领导力和/或领导意愿在持续下滑。近几十年来美国快速融入全球经济的同时经济不平等也在加剧。贸易飞速发展并不是推动这些分配不平等趋势的唯一因素。但越来越多人认为，全球化加剧了经济机会和成果分享方面的差距。这种看法破坏了美国内部对当前相对开放的国际贸易和投资体制的政治支持。由于美国党派分歧加剧，支持投入较高但收益不明确的国际承诺变得愈发困难。此外，鉴于党派分歧加剧已经妨碍了国内治理，这或许会影响美国在其他国家心中的榜样力量。

尽管特朗普上任前这些趋势就已存在，但特朗普政府对其他国家的态度或进一步削弱美国的全球领导力。目前特朗普已对巴黎气候协定、北约、世贸组织和世卫组织等全球体系重要组成部分提出质疑，但除了单方面利己的外交策略外，并未提出其他替代方案。这打破了美国两党协助建立的国际体系的基本格局。如果其他国家拿不准美国国际承诺的持久性，可能会不太愿意继续跟随美国。

疫情或加速既定趋势

新冠疫情或进一步削弱美国对国际经济政策的领导力。由于美国未能像其他国家那样有效遏制疫情，公众或对美国在其他事务方面的领导力产生怀疑。最重要的是，疫情及其后续影响或将大大限制美国政府对国际问题的关注度。下届美国政府将先从复苏经济着手，优先处理国内问题。

请注意，无论 11 月总统大选花落谁家，下届政府的工作重心都不会改变。如果特朗普再次当选，他或将继续在贸易和国际经济政策的其他方面发难。如果拜登获胜，那么除经济复苏外，拜登政府或还会重点处理制度性种族歧视和经济不平等问题。无论谁上任，都将几乎无暇顾及国际问题。

但在当下，似乎还没有其他国家或国家集团能够接替美国，发挥其在二战结束以来的国际领导力。欧洲也忙于解决内部问题，除经济严重衰退外，还要处理英国脱欧的残局。日本的经济或外交实力还不足以接此重任。

过去三十年中国的经济发展速度的确惊人，但要将中国的治理体系推广全球会遇到多重限制。首先，中国经济实现快速增长取决于国家对经济的治理能力。尚不清楚其他国家是否能长期具备这样有效的政治决策力。此外，多数发达经济体都倾向于采用自由主义模式。出生于德国犹太银行家族的美国经济学家亨利·瓦里茨（Henry Wallich）1960 年出版了一部名为《自由的代价》（*The Cost of Freedom*）的著作。该书的主要论点为，自由民主国家应接受其经济增长慢于苏联，因为维持开放型社会（基于个人权利和有限政府治理）是有一定“成本”的。与中国相比，大多数发达经济体似乎都更倾向于这种自由主义模式。

中国是全球经济不可或缺的一员，全球治理需要中国参与。虽然部分国家并不认可中国的经济治理模式，但不少国家对中国在全球经济事务方面的领导力持开放态度。虽然尚不能接替美国，但中国将在全球经济治理方面发挥越来越重要的作用。

无舵的全球航船

疫情过后，在一段时间内我们或将缺少强大的全球领袖。在对“游戏规则”达成共识的基础上建立的国际体系可能会演变成国与国之间自私自利、且不受管制的竞争。世贸组织、国际货币基金组织和世卫组织等全球机构可能会缺少支持。如果各国不再齐心协力，那么应对金融危机、全球健康风险和气候变化等全球性问题将更加困难。

在这种情况下，需注意我们正处在一个亟需全球政策改革的时期。二战后国际贸易和投资的“游戏规则”是建立在主要经济体都会以基本一致的方式进行管理的假设之上。私营实体通过市场自由流通而政府作用有限，成为经济活动的主要展开方式。同时，人们认为经济发展将向上述趋势靠近。但作为全球经济密不可分的一员，中国的快速增长却对这一假设发起挑战。中国的经济和政治体系在许多方面都与美国和其他主要经济体不同。

未来面临的挑战是如何发展全球经济体系，使其既可以尽可能多地保留全球化的硕果，同时又能包容更多全球经济内部的结构性差异。如果缺乏自由发达经济体的有效领导，将很难实现这一目标。值得注意的是，全球经济体系在 20 世纪 20 至 30 年代经历的不协调发展并不得人心。

4. 政府债务—新模式?

由于疫情期间全球各国普遍放宽财政政策来提振经济，政府债务触及了和平时期前所未见的峰值水平。政府担保和贷款产生的或有负债也可能会增加主权债务。

焦点集中在哪里?

有些国家债务水平较低、无需担心偿债问题，比如德国、其他以节俭著称的国家（例如荷兰、瑞典和丹麦）以及商品资源丰富的国家（例如中国、澳大利亚、挪威和俄罗斯）。这些国家的主权债务占 GDP 比重可能保持在 75%下方。此外，还有一些国家主权债务水平较高但不算离谱，比如部分欧洲国家（包括英国、法国、西班牙和比利时），欧盟委员会预计上述国家今年主权债务占 GDP 比重约达 100-120%。英国似乎最能独善其身，因为该国拥有本国货币和相对较长的平均债务期限。

高负债国家包括希腊、意大利、葡萄牙、日本和美国，今年债务占 GDP 比重或超 130%。其中日本和美国无需太过担心，日本拥有庞大的国内所有权，且二者都拥有央行储备货币，债务主要以本国货币发行。然而，由于要遵守欧洲的财政规则，意大利面临较大风险，且随着欧洲怀疑主义势力抬升，反过来还可能对欧盟整体构成威胁。

债务可持续性的基本运算

评估债务可持续性的过程可能相对复杂，需要估算一个国家的周期性和结构性差额（包括产出缺口）、财政收支及债券收益率预期（反过来将取决于赤字本身）。

先从简单计算来看，假设一个国家债务占 GDP 比重（*D/Y*）的长期点位仅受年度名义 GDP 增速（*g*）和赤字/GDP 比率（*d*）的影响。如果在每年 *t* 中，*D/Y* 的分子因现金赤字而增长，而分母以增速 *g* 增长，则债务占 GDP 比重最终将接近于：$\lim t\to\infty D_t/Y_t = d/g + d$。新冠病毒爆发后，如果各国名义增速和赤字/GDP 比率能达到 2019 年之前五年的均值水平，那么从这个公式来看，英国和西班牙政府债务占 GDP 比重将达到 85-95%，美国、法国和意大利将达到 120-130%，日本则为 215%。以意大利和日本为例，目前两国的负债比都远高于这一水平，虽然达到相应水平仍需很长时间，但至少都将处于下行通道。

高主权负债比是相对问题还是绝对问题?

负债比是否需要降低?高负债是否会影响国家长期运行?举个例子来说，我们是否应该担心那些负债比正靠近十年前意大利负债水平的国家（法国和西班牙等）?这是否是一场“丑陋的竞争”，绝对比率的影响要小于一个国家的相对地位，而只有最棘手的主权债务才被投资者所规避?

答案是两者兼而有之。绝对水平很重要，因为其决定主权国家的偿债能力。毕竟与低债务水平相比，利率上调对高债务水平国家的偿债能力影响更大。此外，经济学家莱因哈特（Reinhart）和罗格夫（Rogoff）曾表示，较高债务水平通常与较低经济增速有关，这反过来可能又加大一个国家在实现债务可持续性方面的难度。

自我强化的“恶性循环”也有其他类型。如果市场认为主权债务是不可持续

的，那么收益率将走高、价格将下跌，这将损害商业银行的资产负债表（大量投资于政府债券）。银行将面临高昂的纾困成本，政府债务进一步增加，恶性循环还在继续。全球金融危机以来，欧元区一直面临这样的循环。简言之，低政府负债比高负债更为安全。

还有哪些减轻主权债务的方式?

假设政府和投资者对主权债务的规模感到不安，那么怎样可以改善财政状况?要回答这一问题，请记住任何一年的政府债务占 GDP 比重均由 $D_t/Y_t=[(1+i_t)/(1+g_t)]xD_{t-1}/Y_{t-1}+p_t$ 计算得出，其中 i 为政府债务利率，p 为基本赤字/GDP 比率。

- *紧缩政策（降低 p）*。全球金融危机之后，发达经济体曾将财政赤字紧缩至 GDP 的 4%。西班牙、葡萄牙、爱尔兰、希腊和英国等国家政策收紧幅度更大。现在许多经济学家都反对重演全球金融危机后的紧缩政策，公众对新一轮长期收紧开支的意愿很低。分析认为，以往的紧缩政策加剧了全球不平等（现已成为焦点问题）；对富人、科技巨头和污染国增税可能会得到更多支持。
- *放任自流*。实际上，这可能对基本赤字 p 的影响更大。随着政府推出扩大赤字规模的政策（例如职位保留计划），赤字自然会减少。但这只会遏制公共财政状况的进一步恶化，并不能有效降低债务占 GDP 的高比重。此外，应对气候变化和不平等问题可能会导致债务上升，但这种支出最终或将推动增长。
- *双管齐下*。前两个方案旨在降低基本赤字 p。但政府可以通过加强*实际* GDP 来提高名义增速 g。这可以通过从现有支出转向提高生产力的结构性改革，或通过增加资本支出来实现，以期 g 的增幅足以抵消 p 和/或 i 的增幅。这种方案与超级凯恩斯主义者保罗·克鲁格曼在《纽约时报》提出的方法有关：“疫情时期，我们可以且应该不遗余力地减少损失。”
- *通货膨胀*。还可以通过推升通胀的方式来提高 GDP 名义增速（正如二战后那样）。部分央行（美联储、欧央行）正考虑采取平均通胀目标/弥补策略，或有助于提升 GDP 名义增速。不过，我们预计新冠疫情可能会在一定程度上导致通货紧缩，部分央行（如有）还在为实现通胀目标而努力。
- *货币政策*：上述可持续性公式强调了利率对债务水平的重要影响。中央银行独立性意味着通过货币政策降低利率不再是政府的特权（即“财政支配”），但通胀压力仍可能继续推动货币政策宽松。然而，*有些人*认为现代货币理论可作为一种解决方案；在极端情况下，这可能需要央行冲销资产负债表上的主权债务。长期来看，我们认为连贯的财政政策降低收益率的风险相对较小；毕竟在冲销债务方面并没有免费的午餐。

总而言之，我们同意全球金融危机后欧洲央行发表的观点，即“各种学术著作对以往债务削减进行了大量调查，结果发现有必要综合考虑各类债务削减因素。”

总结

与全球金融危机相比，我们对疫情引起的政府债务增加担忧更小，因为利率或长期保持较低水平（有利于偿债），而且债务不断攀升是危机造成的*后果*而非引起危机的*根源*（参见第 7 篇《道德风险和信用风险》）。尽管如此，政府或仍需采取多种举措来应对债务的上升。毕竟，如果政府假设融资成本永远保持最低水

平，从而忽略高负债率是不可行的。

诚然，在主权债务水平较高的时代，利率上升或对债务可持续性构成最大威胁，特别是如果独立央行还要被迫应对通胀上升（这是一些经济学家眼中的最大威胁）的话。如果政府未能有效控制债务水平而导致收益率差上升，那也可能会迅速改变可持续性的计算标准（比如意大利）。正如欧央行所言，“将负债比维持在审慎合理水平对避免主权债务危机至关重要”。

尽管各地投资者（不仅在计划发行共同债券的欧洲）这次或能接受较高的负债比，但各国政府——特别是许多面临财政和养老金定时炸弹的国家——最终或需要向市场表明其对债务控制和债务可持续性的高度重视。因此，虽然与金融危机后实行的财政紧缩政策相比，此次精心设计的紧缩政策没那么严苛，但针对性更强，也确有可行之处。在背负较高负债比的同时实行有限紧缩，或是目前最能接受的权宜之计了。

5. 疫情：通胀抑或反通胀？

短期内油价骤跌（尽管有反弹）将缓解部分食品和高需求商品价格上涨带来的通胀上行压力。七国集团（G7）的整体通胀率已降至 1%以下，加拿大、意大利、西班牙、葡萄牙、希腊、爱尔兰、瑞典和瑞士的通胀率均低于零。

不过，新冠疫情对通货膨胀的长期影响方面尚无定论。一些人认为，封锁措施解除后供应会出现反弹，叠加失业率急剧攀升和工资水平下滑，反通货膨胀或难以避免，甚至出现通货紧缩。全球金融危机时推出大规模货币和财政支持都未导致通胀持续攀升，那这次为何会例外呢?其他人则认为，需求复苏时供给压力将加剧通胀。此外，经济复苏启动时仍将背靠大规模货币和财政支持，从而会同时刺激需求和通胀。

本篇报告聚焦争议较多的问题。我们仍然认为，中期来看新冠疫情最终将导致反通胀，原因见下文。

反通胀论据

支持中期反通胀是考虑到闲置产能会拉低通胀。该观点的支持依据如下：

1. *菲利普斯曲线*。如果政府能有效维持供应，那么随着封锁解除，产量应出现反弹。毕竟，目前未出现*实质性的供给中断*（这与战时不同；通胀派经常对两者进行比较）。停工停产只是暂时中断，而疫情期间大规模运用技术可以提高生产率。需求方面，消费者对重返社交场合仍心存疑虑，同时家庭和企业重建资产负债表或以消费和投资为代价。需求疲软和供应回升使产出缺口扩大、通胀率走低，但需要注意的是，近年来闲置产能与价格之间的联系微乎其微。

2. *失业和工资冲击*。欧洲为控制失业率采取的措施最为慷慨。但如果失业率得到控制，工资水平则有可能大幅下滑（参见英国）；而其他地区的就业机会则可能会被大幅削减（参见美国）。高失业率、被迫休假人员降薪给消费需求带来双重打击，而若当一切回归正轨一段时间后失业率仍高于非加速通货膨胀失业率（NAIRU），则会对消费需求带来更大打击。由于卖家会根据现实情况调整销售策略，产品价格可能会降低。

3. *全球金融危机时并未引起通胀*。尽管政策支持有望延续至疫情结束后的很长一段时间，但全球金融危机时采取的大规模刺激措施并未导致通胀率持续攀升。虽然由于油价和汇率变动，发达经济体经历了一定程度通胀（从 2009 年的近乎为零升至 2011 年的 2.7%），但自那以后发达市场通胀率一直维持 2%及以下水平（2%为多家央行设定的通胀目标）。需要注意的是，尽管后金融危机时代一直维持宽松*货币政策*，但*财政政策*有所收紧（2010-17 年经合组织收紧了 GDP 的 5%左右）。尽管再度紧缩的意愿相对较低，但高负债政府或需采取部分紧缩政策来限制通胀，以推动财政状况重回正轨。

4. *能源价格和预期*。商品价格走低可能会引发连锁反应，通胀下行将导致通胀预期下调、工资下滑，然后反映到实际和预期通胀率上。实际上，自疫情在欧元区和美国爆发以来，市场通胀预期甚至进一步下行。最新英国央行调查显示，长期通胀预期已降低至有记录以来的最低水平。

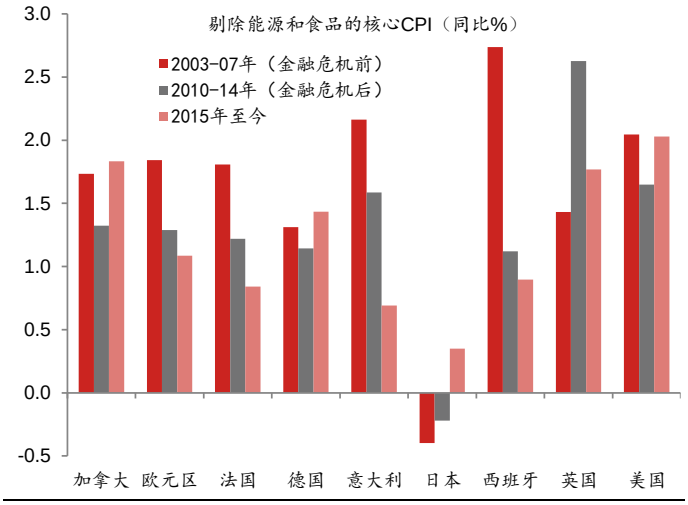
通胀风险

正如前国际货币基金组织首席经济学家奥利弗·布兰查德（Olivier Blanchard）在彼得森国际经济研究所的近期报告上指出的，高通胀“不太可能，但并非不可能”。

1. *供需冲击*。与金融危机时不同，当前供给端或受疫情冲击较大。如果政府未能有效维持社会生产力，那么随着封锁措施解封，供应端将显著承压。一切回归正轨后如果需求得不到满足，通胀或将上行。此外，新冠疫情或阻碍全球化进程、破坏供应链、减少对适时生产模式和从低成本市场进口的依赖，以及降低投资。这一系列影响都可能最终拖累潜在增速，一旦需求回升，通货膨胀可能会随之出现。

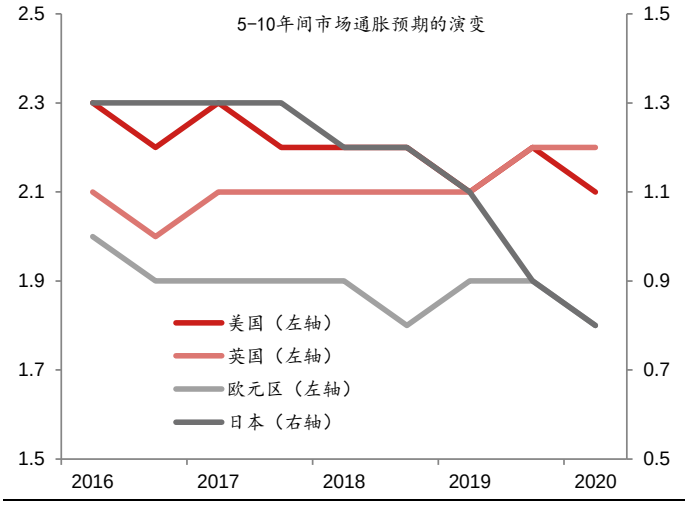
2. *货币供应*影响。央行资产购买计划推高了货币供应量增速——英国从 1%升至近 9%，欧元区从 5%升至 8.5%，日本从 2%附近升至超 4%，美国则从 7%升至 23%（疫情爆发初期，美联储资产购买尤为激进）。随着一切回归正轨，多数支持政策可能会继续保留。一些人认为这种应对之策和战时类似，因为过多的货币追逐过少的商品和服务（基于数量论依据），通常伴随着通胀率攀升。然而，正如《金融时报》首席经济评论员马丁·沃尔夫（Martin Wolf）所言：“疫情或减缓流通速度：相比于花钱，人们可能更倾向于持有资金。但这也并非绝对。我忘不了 20 世纪 70 年代通胀压力激增令市场措手不及的经历，不排除历史重演的可能。”

图表 3：全球金融危机时未见通胀持续上行



资料来源：各国统计局、Haver Analytics、野村证券、野村东方国际证券

图表 4：疫情前通胀预期甚至出现下降



资料来源：Consensus Forecasts、野村证券、野村东方国际证券

3. *商品价格和通胀预期*。明年能源的基数效应较为积极，长期通货紧缩的可能性不大。尽管能源价格波动或是暂时的，但仍可能帮助防止通胀预期崩塌。同时，也要注意食品价格上涨的风险（参见第 12 篇《粮食安全》）。

4. *央行公信力*。默文·金恩（Mervyn King）在近期采访中表示，如果央行超越现有职权范围，通过购买私人资产进行信贷分配决策，这种做法可被视为财政干预。各国政府或想办法从央行手中夺回更多控制权，也许向财政支配（货币政策主要受主权债务融资需求的影响）更进一步。反过来，这可能最终导致通胀预期上升。

5. *接受通胀的意愿*。疫情前，欧央行和美联储策略审查曾考虑允许通胀超出目标以对冲长期不达目标的可能性。近期通胀持续疲软或增加对这种可能性的探讨。允许较高通胀或说明央行希望减轻私人和主权实际债务负担

（参见二战后）。降低财政紧缩必要性和扩大需求或依然符合央行要求，减少闲置产能从而防止未来通胀低于预期目标。

总结

主要由于商品价格上涨，而且封锁解除后受疫情冲击的商家要为争取消费者采取行动，短期内反通货膨胀因素应会继续发酵。而此后一年，受能源基数效应影响，通胀将被迫抬升。

然而，长期来看存在更多不确定性。我们认为，负产出缺口将被证明是持续存在的，且从菲利普斯曲线关系（或为弱势）来看，央行刺激力度通常难以促使通胀达到目标。但我们不应忽视第二波疫情抬升通胀的风险，主要通过以下方式：i）供应链和潜在增速持续疲软；ii）公共赤字较高诱使当局者为降低融资成本，借助通胀以减轻高额政府债务。

6. 货币政策与新常态

非常规货币政策或需重新命名，因为其已越来越具有常规性。非常规货币政策有不少优势，但同时也伴随着代价和挑战，我们认为政策退出将会非常困难。央行和政府之间的界限相对模糊，且这种模糊界限或会永久存在。至少对发达市场国家来说，我们认为央行丧失自主权且压低本国币值的风险很低。但对于许多新兴市场国家，央行已从应对非常规货币政策的溢出效应转为亲自参与尝试。我们认为有四方面风险。

非常规退出

在危机时期，非常规货币政策为市场和经济带来了稳定。非常规货币政策有助于减少负财富效应和信心效应的尾部风险，随之传递到实体经济、保持低利率水平（跨曲线），从而支撑经济活动。但同时也伴随一定的代价或风险：1）非常规货币政策会加速政府和公司债务积聚，或引发其他市场道德风险和资产泡沫；2）有助长僵尸企业的风险，降低“创造性风险”、削弱生产力；3）负利率政策会挤压银行利润率和盈利能力，超低债券收益率则会冲击保险公司和养老基金；4）财富不平等和代际公平问题造成的负面影响或慢慢浮现。

央行能否在退出非常规货币政策操作的同时趋利避害?从过往经验来看，结果并不乐观。债务水平高企意味着经济体应对高利率问题的难度加大；周期性希望或成为结构性挑战。如果央行将非常规货币政策退出与实现全面就业和通胀目标联系起来，那么由于全球经济同步放缓带来的长期潜在冲击、下行风险持续，以及美联储为达到平均通胀水平而延迟退出非常规政策，未来数十年内或依然无法摆脱非常规货币政策。正如国际货币基金组织所言，在这种性质的危机过后，国内储蓄超过投资会导致自然实际利率降低。总体而言，非常规货币政策退出将非常困难。鉴于此，央行与政府之间的界限或已相对模糊。未来很多年内央行将支持巨额预算赤字，大多数央行从二级市场购买债券，其与政府之间的界限相当模糊，券商/投资银行充当临时中介。对于少数从一级市场购买债券的央行（例如印度尼西亚银行），其与政府的界限也相当模糊。央行实际上以自身担保政府低利率扩张财政的能力，因此货币政策与财政政策之间存在直接联系。

政府与央行界限模糊是否关系重大?

央行持有的政府债务急剧增加，那么对央行或经济体而言，政府和央行之间界限模糊是否关系重大?央行丧失自主权是否有损本国货币的信心和价值?

我们认为至少对发达市场央行来说，丧失自治权从而对本国货币信心和价值造成打击的风险很低，原因如下：

- 首先，许多发达市场央行仍有充足理由来维持大规模购买政府债券的宽松货币政策。实际经济状况方面，反通胀或将持续一段时间（参见第 5 篇《疫情：通胀抑或反通胀?》），且全球自然利率或略低于疫情前水平（参见第 8 篇《储蓄投资、经常账户和自然利率》）；
- 其次，各地区之间政策多元化的风险较低。如果部分央行率先退出非常规货币政策，那么其他尚未退出的央行或出现资本大量外流的情况，从而导致货币贬值、通胀加速、市场对货币和财政政策管理信心下滑的恶性循环。我们认为，部分央行率先退出的几率相对较小。

另一个问题是未来向陷入困境的企业和家庭提供廉价贷款或补助产生的成

本，以及鼓励/要求银行放贷、放宽信贷标准的成本。从过往经验来看（金融危机和东日本大地震后采取了类似刺激措施），金融机构或面临比以往更严重的三重打击：存贷款差再次拉大导致获利机会减少；非常规货币政策下息差收窄；紧急措施下借贷上升导致信贷成本增加。

为应对疫情冲击，政府采取紧急措施迫使央行上调超低政策利率，但我们相信这不太会影响金融稳定。相比于宽松货币政策引发的财政问题，央行更加关注产出缺口长期为负及通胀率不达目标的问题。

新兴市场逐渐入场

在过去十年的大部分时间里（全球金融危机以来），新兴市场对非常规货币政策的关注主要局限于应对发达市场的溢出效应。但这次，新兴市场国家的政策讨论无疑已从应对发达国家非常规货币政策的影响转向亲自参与、大胆尝试。新兴国家主要通过债券购买计划的方式参与（大部分是购买政府债券），但部分央行也推出更多私人部门债券的非常规购买计划。国际货币基金组织表示，在新兴市场中，波兰的政府债券购买规模领先，约占 GDP 的 4-4.5%。近期印尼政府与央行达成债务分担协议后，政府债券购买规模位居新兴市场第二（约占 GDP 的 3.9%）。其他采取类似措施的新兴国家还包括菲律宾、土耳其、泰国、印度、马来西亚、南非、匈牙利和哥伦比亚等。有趣的是，大多数新兴市场国家在开启非常规货币政策操作前不一定非要穷尽常规政策的力量。发达市场通常以长期通缩压力为由来延长非常规货币政策，但大多数新兴市场不会面临这样的问题。

非常规货币政策为何开始在新兴市场风靡?首先，考虑到疫情造成的巨大财政压力，人们担心借贷规模过大或使机构投资者不堪重负。令人担忧的是，如果央行没有直接或间接吸收借款，那么货币市场将陷入停滞，收益率或因此飙升。其次，相比于恢复经济增长，市场可能更担心金融稳定问题。在经历过去十年的债务狂潮后，部分新兴市场国家在去杠杆化和信用利差扩大的同时又遭受疫情冲击。由于疫情相关风险厌恶情绪高涨、货币市场流动性不足等因素，贫困阶层融资难度加剧，甚至有可能波及更多群体。再次，由于国内和全球需求下滑，全球商品价格低迷，这意味着当前货币政策受通胀因素限制较小。最后，政策利率已逼近历史低点，但大多数新兴市场国家尚未明确其有效利率下限。部分新兴市场不确定在理想情况下转向非常规货币政策前应运用多少常规政策空间，但对非常规货币政策相当青睐，认为可以补充现有的宽松货币政策环境。

央行竭尽所能应对疫情冲击的做法是合情合理的，但非常规货币政策也有可能会使新兴市场面临多重政策挑战。首先，非常规货币政策的效果一直是政策争论的焦点，尤其在信用风险规避程度较高且低货币乘数制约非常规政策对储备货币的正面冲击的时候。其次，背负巨额财政赤字和经常账户赤字的新兴市场依然易受资本流入“急刹车”的影响，而保持低利率的承诺将使央行无法通过提高政策利率来控制息差。如果用以控制持续贬值的外汇储备迅速耗尽，储备不足的国家将面临更大风险。再次，由于本身就是高通胀经济体，中期来看，流动性过剩的“传统”风险会导致资产泡沫和金融不稳定。最后，对于许多新兴市场国家而言，央行独立性是多年结构性改革的成果。暂时模糊央行与政府的“神圣”界限或最终有损央行独立性，因为即使疫情影响不复存在时，政府仍可继续迫使央行吸纳大额财政预算。

7. 道德风险和信用风险

当代理人（通常为纳税人或央行）鼓励过度冒险时（代理人部分或完全不受这些冒险行为的影响），就会产生道德风险。虽然为应对新冠疫情冲击，政府推行经济救助计划时难免会产生部分道德风险，但此次危机与金融危机之间的重大区别或能限制这种不当激励。

与全球金融危机不同，疫情冲击是互不相关的：高负债代理人或面临最大风险（且最需要援助），但造成危机的根源并非是其举债行为*本身*。因此，可以断定道德风险已成为维护经济供给的第二大难题。尽管如此，委托人仍可以通过方案设计来鼓励代理人采取更为审慎的冒险行为。

这里我们探讨三大关键因素。首先，政府支持或助长冒险情绪。其次，央行始终认为最后贷款人总能介入来扭转乾坤。再次，欧盟债务共担或更有利于部分挥霍无度的政府，或让那些相对审慎的政府颇为恼火。

政府推刺激计划以维持供应

政府通过贷款、担保补助、偿债、免税期及职位保留计划等措施来应对疫情冲击。诚然，这些刺激计划能为过度举债且无法依靠储蓄偿债的群体提供最直接的帮助，但这些普惠性援助措施对高负债企业或个人的针对性相对较弱。

尽管这会减少不当激励的影响，但道德风险仍然存在。这次疫情再次证明，当不可抗力事件发生时，政府将施以援手，而这会减弱私营部门未来应对类似事件的动力和意愿（例如美国航空公司）。虽然流行病比较独特且相对罕见，但气候变化或使自然灾害发生得更加频繁（来源：《经济学人》）。不过，要求私营部门做好准备应对突发事件的成本较高，因此还得依靠政府。我们认为抗疫政策对道德风险的影响如下：

- *职位保留*：虽然永久性计划（例如德国和法国）有助于减轻*任何*经济衰退对就业市场的影响（金融危机后，德国失业率仅上升不到 1%），但同时也降低私营部门做好准备应对不可避免的周期性低迷的动机。无论是永久措施还是临时措施，这类援助计划都可能会助长员工想要强制休假的意愿。美国部分保守的共和党人认为，这类计划或滋生员工的离职意愿。另外，这类计划也不利于劳动力迅速复工来保证供应。
- *贷款和担保*：最初英国政府宣布将为零售银行的部分贷款提供 80%的担保，随后又为小企业提供 100%国家支持贷款。审查这些贷款的动机由此减弱，并增加道德风险。当然，政府此举的目的就是为了方便借贷人更快、更轻松地拿到贷款。瑞士也宣布提供 100%政府支持的贷款。
- *暂缓*：债务和税收暂缓，此处为*暂缓*而非*免除*。在一定程度上，企业和家庭必须完全履行其承诺的债务和/或全额还款，这应可抑制道德风险。

货币宽松和央行

资产购买和贷款计划是道德风险的潜在来源。在这方面，日本央行或比大多数同行都走得远，日央行通过扩大交易所交易基金（ETF）的购买规模来降低市场风险偏好。此外，3 月中旬美联储开始大量购买国债和政府担保的抵押支持债券（MBS）。从资产性质来看，美联储此举承担的风险并不大，且由于需要高质量抵押品，向银行直接放贷的风险也不高。但美联储并未止步于此，根据《联邦

储备法》第 13 条第 3 款赋予的权利，美联储先后通过企业信贷、商业票据、资产支持和主街借贷工具向私营部门发放贷款，并通过市政信贷便利项目向州和地方政府发放贷款。

市场对道德风险的影响看法不一。美联储主席鲍威尔谈到受益人时指出："他们并非造成本次危机的根源。他们的业务并未关停……他们失业也并非是因为做错了任何事情。"与之形成鲜明对比的是，纽约联储前主席比尔·达德利（Bill Dudley）表示，在某种程度上高收益债券是出于自愿选择，"对于美联储干预和支持的资产价格，造成的道德风险微乎其微"。达德利补充道，"如果每十年开始一轮金融危机，那么美联储采取行动将鼓励人们承担更大风险。"诚然，受美联储政策影响，低廉的举债成本或助推股票回购，这或是美联储禁止美国大型银行进行回购的原因。

欧央行不仅加大资产购买力度，而且对疫情紧急采购计划做出一系列重大调整：灵活解释出资比例，允许购买希腊政府债务（《爱尔兰时报》称市场认为欧央行在考虑购买"堕落天使"债），而且发行人限制不适用于本次疫情采购计划。目前非金融商业票据更普遍地被纳入资产购买，同时抵押标准也更具弹性。

疫情紧急采购计划条款放宽显然容易造成道德风险。通过大规模购买高风险政府债券（意大利和希腊），能有效使债券市场免受过去的不良影响。然而，尽管欧央行购买的意大利政府债券要远高于按出资比例计算出来的比重，但同时欧央行也加大了对低负债或信用评级稳定的主权债券的购买力度。

英国方面，英国央行行长贝利（Bailey）的言论表明他有意识到道德风险问题，"当前央行储备规模并不是恒定的。随着经济逐渐复苏，或需退出部分额外的货币刺激措施，包括降低储备水平。"他还表示，"最好先考虑调整外汇储备水平，而不必等到加息之后再进行调整。"

总而言之，即使是常规货币政策也会产生道德风险问题。毕竟，降息为高负债家庭和企业提供了更多支持。尽管央行购买主权债务有助于减少公共债务的偿还，但我们倾向于暂且相信具有自主权且支持通胀目标制的央行的动机，尤其是在避免财政支配方面。

欧洲方面：特定的道德风险问题

谈到道德风险时，就不禁会想到欧洲。欧盟委员会提出了一项规模达 7500 亿欧元的复苏基金，其中 5000 亿欧元是无偿赠款，2500 亿是贷款。该资金以欧盟债券的形式发放给疫情中受灾最严重的欧盟成员国。

在该计划中，所谓的"省钱四强"（瑞典、荷兰、丹麦、奥地利）面临道德风险问题。为何财政态度较为谨慎的国家应该援助那些挥霍无度的国家?因财政问题而难以应对危机时（无论何种原因造成的危机），如果欧洲永远施以援手，那么将不利于各成员国加强节俭意识。美国独立战争后也曾引起类似争论，因为马里兰州和弗吉尼亚州等州不愿按 1790 年制定的债务共担计划为南卡罗来纳州等高负债的州买单。

虽然历史可能终将证实复苏基金对确保欧盟未来是至关重要的，但将之称作"汉密尔顿时刻"未免有些夸大其词：i）这次计划属于*一次性*联合*借款*，并非*永久性*主权*债务*承担；ii）这是欧盟而非欧元区的计划，适用于要脱离货币联盟的国家；iii）与 2012 年不同，本次危机并非由债务*引起*。这些关键差异应限制（但不能消除）一揽子复苏计划的道德风险影响。因此，我们希望复苏基金协议能以类

似于本月底提出的形式来达成。

总结

道德风险是无法改变的事实。在别无选择只能提供一揽子政策支持时，道德风险难以避免。如果私营实体以前不知道的话，现在他们也明白在自然灾害袭来时他们可以获得援助。反过来，这可能会增加过度冒险（基于对收益的竞逐，以及当局已透露愿意在此次危机中提供的隐性保险政策），从而恶化信贷质量（随着投资者风险曲线下移，以往的偿付能力不足）。从长远来看，最终投资者会提高信用风险的区分度。

这些是道德风险潜在的长期主要成本，但高负债并不是这场危机产生的根源，应限制道德风险的影响范围。在应对前所未见的全球供需冲击时，我们认为以道德风险为代价，迅速而积极地采取行动是正确的做法。毕竟，如果政府不能在新冠疫情这样的全球性事件发生时介入来挽救经济，那何时才能插手呢?

8. 储蓄投资、经常账户和自然利率

我们预计新冠疫情将导致全球贸易下滑、全球经常账户失衡减少。在这种情况下，大规模抗疫财政刺激措施导致的公共部门借贷激增应基本由家庭和公司部门净储蓄增加来抵消，但我们仍建议在重新恢复财政平衡时受影响较大的部分新兴市场国家谨慎行事（可能还有美国）。全球失衡规模缩小，且私人实体净储蓄抵消了政府赤字的扩大，这将导致自然利率低于疫情前水平。

全球贸易下滑进一步加重全球经常账户失衡

我们预计，新冠疫情会导致全球贸易量进一步恶化。在 2008-09 年全球金融危机后，全球贸易量已出现严重萎缩。世贸组织预计 2020 年上半年全球商品贸易额将同比下降约 18.5%，即使在乐观情况下，完全复苏最早也要到下半年才可能实现。我们认为，许多国家施行的严格社交隔离措施和旅行禁令严重破坏了全球贸易。如果没有有效疫苗或群体免疫，那么全球贸易逐步恢复还将伴随一些制约因素。

我们预计全球贸易下滑将导致全球经常账户失衡减少。换句话说，经常账户盈余应与经常账户赤字双双出现下滑。随着全球需求下降，商品和服务出口对 GDP 贡献率的降幅应高于进口，特别是那些更依赖于外需而非内需的国家（即经常账户盈余的国家）。相比之下，在经常账户赤字的国家中，商品和服务进口对 GDP 贡献率的影响应高于出口。自 2008-09 年全球金融危机以来，全球贸易与 GDP 比重及经常账户余额占 GDP 比重的增速持续下滑。

不过，全球疫情危机对经常账户失衡的持续影响还应取决于抗疫措施的持续时间和重要程度，而各国的措施都各不相同。鉴于多数国家力图降低境外输入的风险，我们预计边境管制措施将会延续。这会给旅游平衡较大的国家带来特别影响，包括泰国和新西兰。那些旅行差额盈余（赤字）较大的国家，无论处于赤字还是盈余，可能会失去（获得）对其经常账户余额的显著贡献。

政府部门借款主要风险来自新兴市场复苏缓慢，但也许美国会带来最大风险？

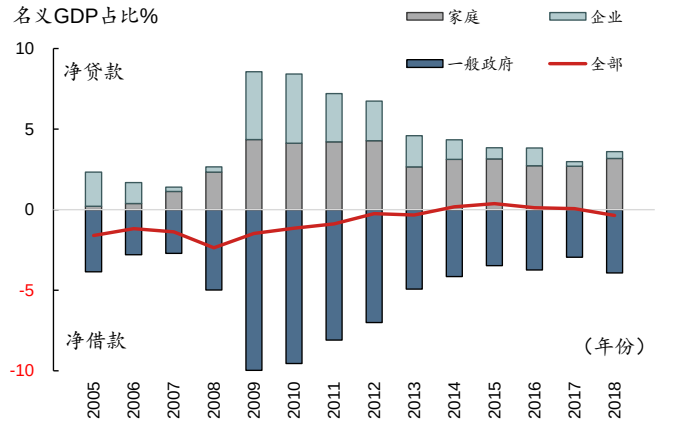
据经合组织发布的各部门储蓄和投资数据（借贷款），近年来一般政府一直是净借款部门，而家庭和公司一直是净贷款部门。在全球金融危机期间，政府总体赤字增加，导致家庭和企业部门出现大量盈余。从那以后，赤字和盈余都在逐年收缩。其中，企业净贷款少于家庭净贷款，而企业部门或是金融危机之后经济增长的推动力。与全球金融危机一样，由于许多政府已决定并实施了大规模财政刺激措施以应对新冠疫情，政府借款将增加，并将与之前一样由家庭和企业部门举债。

这里我们担心的是，这笔巨额政府债务多久能被偿还，以及各国之间是否存在重大差异。国际货币基金组织数据显示，德国、日本等多数发达国家金融危机前（2005-07 年均值）和新冠疫情前（2017-19 年均值）的广义政府净借贷比率为正，这些国家在金融危机后出现经济复苏，且增长超过金融危机前水平。然而，许多新兴国家和发展中国家的净借贷比率仍然为负，政府收支差额还不如金融危机前水平。由此来看，这次新兴市场或比发达市场面临更大风险。

此外，鉴于经常账户的绝对美元价值和临时影响程度（一般政府净借贷与 2020 年名义 GDP 预测值比率），中美似乎面临较大挑战（如下图所示，即使其他发达国家位于右上角）。至少截至 2019 年，中国经常账户一直处于盈余状态，

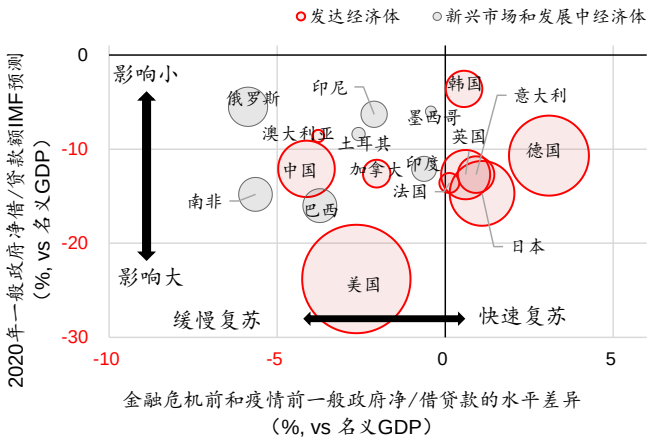
因此转为赤字前还会有一定缓冲。因此，应更加注意美国，因为政府部门储蓄投资平衡会产生最大风险。

图表 5：G7 各部门净借/贷款额



注：IMF 使用购买力平价调整后的世界 GDP 份额进行汇总
资料来源：野村证券、经合组织、野村东方国际证券

图表 6：政府净借/贷款失衡状态



注：1. G20 除阿根廷、沙特阿拉伯和欧盟外。2. X 轴是通过 2017-19 年一般政府净借贷款均值减去 2005-07 年均值得出。3.气泡大小取决于 2019 年按美元绝对值计的经常账户余额。
资料来源：野村证券、IMF 和 OECD 数据、野村东方国际证券

面对疫情后储蓄投资余额变化，自然利率将如何反应？

理论上来看，储蓄投资余额或经常账户余额本身的变化不受自然利率水平影响。自然利率被定义为与实际产出等于潜在产出、稳定通胀相对应的实际利率水平。如果是这样，那么该利率仅反映长期潜在实际增速（如果从名义角度来看，还反映潜在通胀率）。此外，如果从全球范围来看，一个地区的储蓄投资余额或经常账户余额只是一个恒等式，其中某些因子趋向于抵消其他因子，因此对经济的影响并不大。

但实际上，我们期望单个地区的储蓄投资余额和全球经常账户失衡仍然对自然利率水平产生影响，具体表现如下：

首先，各部门之间的投资回报率差异会影响总体预期的实际增长。如果我们假设私人公司的投资回报率总体上比公共实体要高，那么即使增加投资并增加储蓄与投资之间的差额，私人部门净储蓄的预防性增长仍会降低预期的实际经济增长。公共部门抵消了净储蓄的增长。

同样，如果全球经常账户收支失衡收窄，如果增长较快的经济体出现较小的赤字（对整体经济的投资减少），而增长较慢的经济体出现较小的顺差，则会使总体预期实际增长下降。因此，全球经济自然率也会下降。

Jordà 等经济学家研究指出，过去千年来的重大流行病通常与随后的低资产回报率有关，导致之后数十年实际利率大幅下滑。

在本章节我们得出以下结论：全球失衡将会缩小，而主要经济体中私人实体的净储蓄将会扩大，这意味着自然利率将低于新冠疫情前水平。如果自然利率果真下降，则将进一步缩窄与政策利率有效下限之间的差距，从而降低各央行货币政策的操作空间。

9. 收入不平等：后期影响持续发酵

经济衰退往往会加剧收入不平等，因为低收入者更有可能失业或被降薪。但是，我们认为疫情引起的持续衰退及结构性变化将对收入分配产生比以往更严重的负面影响。在我们看来，长期分配不均或引起政治上对全民基本收入或全民医保等方案的激烈讨论。

首先，由于疫情引起经济衰退造成巨大的经济损失，受教育程度较低的员工和低薪员工等部分群体受影响更大。要评估疫情冲击后这些群体的承受力，方法之一便是关注其工作特征，例如远程工作能力、工作必需性和人际交往需求。国际货币基金组织的近期报告总结了在美国各行业中这些工作特征的重要性差异。如图表 7 所示，休闲业和酒店业等依赖人际交往的行业往往失业率更高。此外，受损严重行业的工作必需性往往相对较低。由于第二波疫情爆发的风险攀升，上述三个特征是决定行业复苏进度及从业人员能否正常复工的关键因素。重要的是，远程工作能力与受教育程度高度相关（图表 7），这表明受教育程度较低的员工更易受到疫情冲击，从而进一步拉大收入差距。最后，在所有行业中，休闲业和酒店业的平均时薪和员工年龄中值最低，说明年轻员工和低薪员工受损最大。Cajner 等美联储经济学家提供了类似证据，表明收入水平与失业人数呈负相关。

图表 7：美国各行业远程办公、工作必需性和社交占比

	各行业就业比例（%）				平均时薪（美元）	年龄中值	2020年2-6月就业变化（%）
	远程办公	工作必需性	社交	学士学位			
农林牧渔业	8.0	100.0	0.0	21.0	-	47.8	-
采矿、采石、石油和天然气开采业	28.0	84.0	0.0	26.0	33.8	41.8	-12.6
建筑业	20.0	0.0	0.0	16.0	30.8	42.6	-6.2
制造业	30.0	64.0	1.0	30.0	27.7	44.1	-5.9
批发和零售业	20.0	40.0	78.0	26.0	22.9	39.9	-7.4
交通运输和公用事业	23.0	82.0	57.0	23.0	26.3	44.4	-8.2
信息业	59.0	59.0	0.0	56.0	42.2	40.7	-10.9
金融活动业	70.0	70.0	3.0	54.0	35.9	44.0	-2.7
专业服务和商业服务业	65.0	32.0	14.0	56.0	33.7	42.8	-8.5
教育和卫生服务业	51.0	54.0	100.0	56.0	27.6	43.1	-7.4
休闲和酒店业	14.0	0.0	100.0	24.0	16.6	31.9	-28.6
其他服务业	31.0	27.0	73.0	29.0	25.2	43.6	-12.7

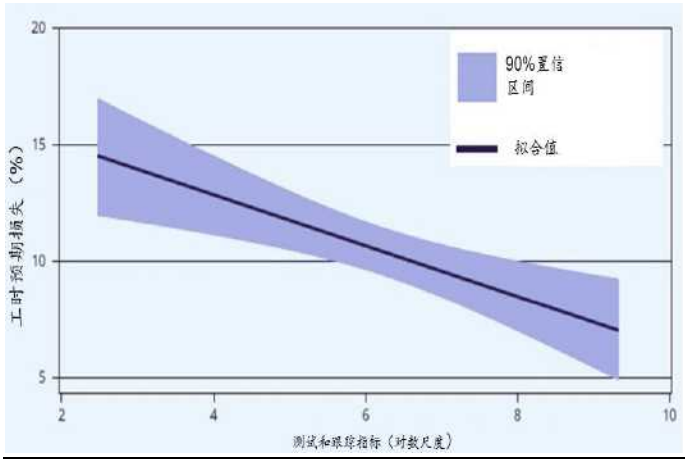
注：“社交行业”的产出需要人际互动才能消费。“远程办公”、“工作必需性”、“社交”和“学士学位”比例由柴田（2020）计算。《衰退的分配影响：全球金融危机和大流行病衰退》，IMF 工作报告。
资料来源：国际货币基金组织、美国劳工统计局、野村证券、野村东方国际证券

其次，疫情还可能会拉大发达经济体与发展中经济体之间的鸿沟，后者医疗体系较弱或难以应对本土爆发的疫情。受此影响，发展中经济体的严格防疫封锁措施和社交隔离措施可能会长期持续，进而导致大规模永久性失业（参见第 11 篇《新兴市场的长期增长前景》）。国际劳工组织认为，可以通过提高测试能力和加强合同跟踪来减少劳动力市场的混乱（图表 8），而发展中国家这方面的能力或相对有限。亚洲部分新兴国家的社会保障体系不够完善，而当前推出的财政支持计划在保障就业方面存在最大差距，从而使低技能员工更易受冲击。此外，疫情持续蔓延导致国际人口流动放缓，由于旅游业下滑和移民员工数量减少，发达经济体和新兴经济体之间的收入差距或进一步拉大（参见第 2 篇《逆全球化的过去和未来》）。

再次，疫情对分配的影响或通过教育系统对年轻一代产生长期影响。年轻一代的教育受扰甚至中断可能会降低未来工资增速，并加剧国际劳工组织称为“封

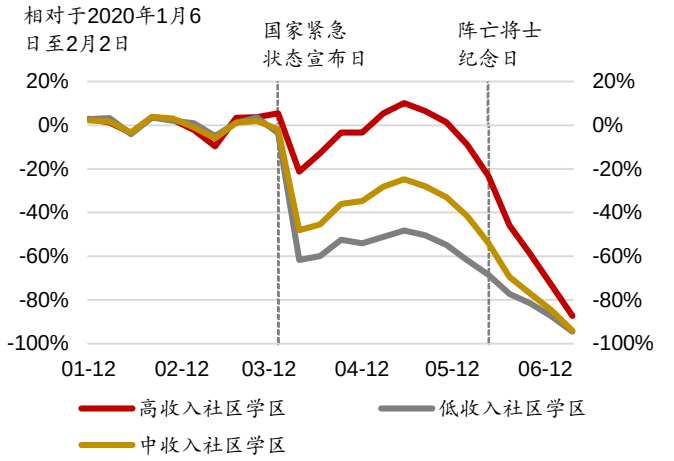
锁一代”的风险。据联合国教科文组织资料，由于学校关闭，截至 6 月 26 日全球 61.6%在校生的学前至大学教育均受到影响。3 月中旬以来，几乎所有美国公立学校都暂时关闭，并开始探索其他授课方式。尽管部分学区未做好充分准备也没有备份系统，但多数学校倾向于开展网课模式。哈佛大学非营利组织 Opportunity Insights 指出，自宣布国家紧急状态以来，中低收入社区参加线上数学课程的美国学生数量急剧下滑（图表 9）。更糟的是，由于经济活动可能向线上转移或者更趋自动化，缺乏培训基础设施可能会使低技能员工（特别是年轻员工）难以适应疫情后的社会。在近日国际劳工组织-教科文组织-世界银行联合调查中，98%的受访者表示技术和职业学校及培训中心已部分或完全关闭。尽管现在四分之三的培训通过线上或线下远程提供，但低收入国家难以实现这种过渡。考虑到这些因素，我们认为低收入社区的年轻人将面临新冠疫情带来的长期冲击。

图表 8：工时预期损失（%）与测试和追踪密切相关（45 个国家）



注：预计斜率系数为-0.011，t 统计量为-2.95，p 值为 0.005。置信区间表明预估效果的不确定性。但统计角度看关联度较为显著。
资料来源：国际劳工组织、野村证券、野村东方国际证券

图表 9：美国线上数学课程参与率



注：参加线上数学课程的活跃学生数量变化（索引时间为 2020 年 1 月 6 日至 2 月 2 日）。本系列基于 Zearn 数据，使用 Zearn Math 的线上使用数据。该平台通常用于结合手动教学和数字教学的课堂。数据仅限于现有学校用户。对大多数学校来说，暑假始于 5 月底和 6 月中旬。
资料来源：Opportunity Insights、野村证券、野村东方国际证券

政策行动或更为激进，为全民基本收入铺平道路

尽管疫情引发的经济衰退正使收入差距逐渐拉大，但许多国家正推出一系列举措来应对。通过向家庭和小企业主提供一次性退税来减负似乎已成为政府较为普遍的应对措施。不过，目前尚不清楚临时收入支持能否解决员工技能过时（无论是因为缺乏教育和培训引，或单纯是员工不适应疫情后的商业环境）带来的长期影响。另外，电子健康和金融科技等新兴趋势有望通过提供更好的医疗保健和信贷渠道来缩小收入差距，但要对收入分配产生实际影响还是长路漫漫。

疫情导致的收入不平等加剧或引发政治运动或“皮凯蒂时刻”，从而需要全民基本收入或全民医保等更激进的解决方案。乔治·弗洛伊德（George Floyd）遇害后，抗议活动和疫情爆发似乎正推动民主党总统候选人拜登等许多政客趋向偏左政策。近期洛杉矶和亚特兰大等多个美国城市的市长倡导组织名为“联邦保障收入”的新项目，旨在启动一项保障收入的试点计划。美国境外，5 月底西班牙政府批准了一项永久性最低收入计划，可保障最低收入家庭获得基本收入。其他国家也曾考虑类似全民基本收入的计划，这表明新冠疫情正推进为永久性解决收入差距问题的全球性运动。重要的是，这一运动伴随着对富人阶层和大公司增加纳税，且对财政可持续性的担忧日益攀升，这意味着更完善的税收制度以及为低收入家庭提供的永久收入支持也有望提上政策日程，帮助缩窄收入差距。

10. 中国以外的多元化经营

部分由于中国劳动力成本上升，早在中美贸易紧张局势升级之前就出现了在中国以外地区进行多元化生产的趋势。受中美贸易摩擦影响，2018 年以来这一趋势开始加快，而新冠疫情的爆发使各国和跨国公司将重心从经济效益向风险抵御力和国家安全性转移，并采用“中国+1”的战略来降低经营风险，因此企业生产撤离中国的步伐可能进一步加快。日本在近期经济刺激计划中预留 22 亿美元用于帮助本国企业将生产线迁回日本。尽管中西方局势日益紧张能推动生产多元化，但我们认为这将是一个漫长且崎岖不平的过程。我们不相信跨国企业能迅速、彻底地脱离中国市场，因为中国对外资依然具有多重吸引力。我们认为投资者应保持一个更加平衡的心态。随着跨国公司从中国转移实现多元化发展，全球其他地区也会受到影响，市场格局重新洗牌将分出赢家和输家。

中国以外的多元化经营：推动/回拉因素

推动因素：早在中美贸易争端之前就已出现的早期推动因素在很大程度上是自然产生的，因为中国快速发展导致人力成本上升、对环境成本的担忧增加。随着自身实力增强，中国也取消了外资税收优惠政策。这些因素可能会继续推动企业将工厂向其他发展中经济体转移。当然，中美贸易冲突快速升级才真正引发了市场格局的转变，而无论即将到来的美国大选花落谁家，中美紧张局势都难以缓解。考虑到现有的关税提高举措以及对关键零部件和软件的出口禁令，未来几年可能会有更多生产线被迫迁出中国。从环境角度来看，跨国公司或许也不太愿意在中国投资。

回拉因素：我们不认为上述推动因素将立即产生巨大影响。中国具备的多重优势依然没有改变。迄今为止，中国制造业和采矿业的劳动力总量世界最大，2019 年这一数字高达 2.13 亿。由于学科纪律和教育的迅速发展，中国仍然是劳动力性价比最高的国家之一，且拥有全球最完善的基建体系（包括互联网、电信等）之一。尽管在高端制造业方面仍与部分工业大国存在差距，但中国拥有最全的中低端制造业体系，由此产生的特殊网络效应使在中国以外地区进行多元化经营的成本极为高昂。中国执政党有效维持社会稳定，这对于确保供应链安全至关重要。正是因为有强大的社会管控力，中国才能采取有力措施来遏制新冠肺炎，确保制造业快速复苏。最后，中国国内市场如此庞大，跨国公司不得不在中国市场保持较大影响力，包括当地市场服务和实现规模经济等方面。

鉴于上述的推动因素和回拉因素，我们预计经营多元化将是一个渐进的过程。

中国以外多元化经营的全球影响

经济影响：全球价值链的扩散及从事中间商品生产的国家向以中国为中心的供应链实现无缝连接，使企业能够转向适时制库存周期，从而提高经营效率并降低面向全球消费者的产品制造成本。这种局面可能会发生改变。随着通过企业回流等方式实现供应链多元化，中期来看全球经济将不得不面临供应链缩短、价值增值集中、库存周期变长、生产效率降低及潜在成本升高等情况。发展中国家的外商直接投资流入将大大减少，中国和其他国家的知识/技术外溢范围将缩小。多元化经营趋势也有可能扩展到服务业，各国对中国旅游和教育收入的依赖变少。

不过，中国以外多元化经营趋势也将产生赢家（贸易迁移地）和输家（现有供应链的成员）。

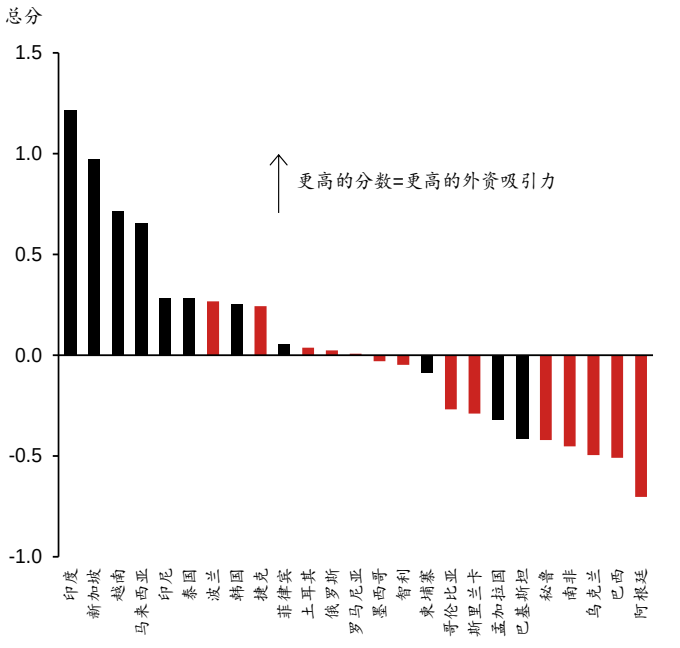
赢家：为找出可以从中国以外多元化经营趋势中受益的国家，我们构建了一个计分表来评估各国的吸引力。计分表包含七个指标：(1) 市场规模（名义 GDP 和人口）；(2) 市场潜力（实际 GDP 增速）；(3) 经营便利度（世界银行）；(4) 贸易开放度（贸易额占 GDP 比重）；(5) 经济政治稳定度（世界治理指数）；(6) 劳动力成本（按美元计制造业工资）；(7) 各国与中国之间的距离，以说明引力模型在贸易迁移过程中的作用。在图表 10 中，我们结合这七个变量为 25 个新兴市场经济体打出总体分数，得分越高意味着从贸易迁移中获得的潜在利益就越大。结果表明，新兴市场国家中亚洲国家或受益最大（前 10 名中有 8 个国家位于亚洲）。印度、新加坡、越南、马来西亚和印度尼西亚位居前五名。印度的优势在于其庞大的市场规模和市场潜力，而新加坡的优势则在于经营便利度、经济政治稳定度及贸易开放度。结果表明，越南已从中国以外的贸易多样化趋势中受益，且由于与中国距离更近、贸易开放度高、市场潜力大及劳动力成本较低等多重利好因素，越南还将继续受益。前十名中的两个非亚洲国家分别是波兰和捷克共和国，其优势在于有利的投资环境。

输家：受多元化浪潮影响，向中国供应中间商品且作为以中国为中心的供应链组成部分的国家或遭受损失。为找出这些国家，我们利用经合组织/世贸组织联合发布的增加值贸易（TiVA）数据来估算中国总出口中外国增加值占来源国 GDP 的比重（图表 11）。在受影响最大的 10 个国家/地区中，也有 8 个位于亚洲。位居前三的国家/地区包括中国台湾（2018 年其在中国总出口中的增加值占自身 GDP 的 6.3%）、韩国（3.0%）和马来西亚（2.8%）。亚洲国家/地区各行业增加值表明，计算机和电子、纺织、皮革和鞋类以及机械和设备行业受影响最大。

技术战：中国以外的多元化经营浪潮已从贸易扩散到技术领域，这与外交政策有关。美国正式认定中国电信巨头华为和中兴通讯对美国国家安全构成威胁，将阻止美企甚至其盟友从这些中国供应商购买 5G 电信设备。电信设备成本将大大提高，但诺基亚、爱立信等欧洲企业将受益。该禁令还将限制华为采用美国相关技术生产的芯片。在美国盟国从中国转移实现多元化的同时，也可能通过 5G、外商直接投资和贷款豁免等方式将部分新兴市场国家纳入联盟。

总体而言，中国以外的多元化浪潮可能会循序渐进，却不可避免。这可能会逆转部分全球既定收益，包括更高的生产效率和更低的成本，但在此过程中也有可能诞生新的赢家和输家。

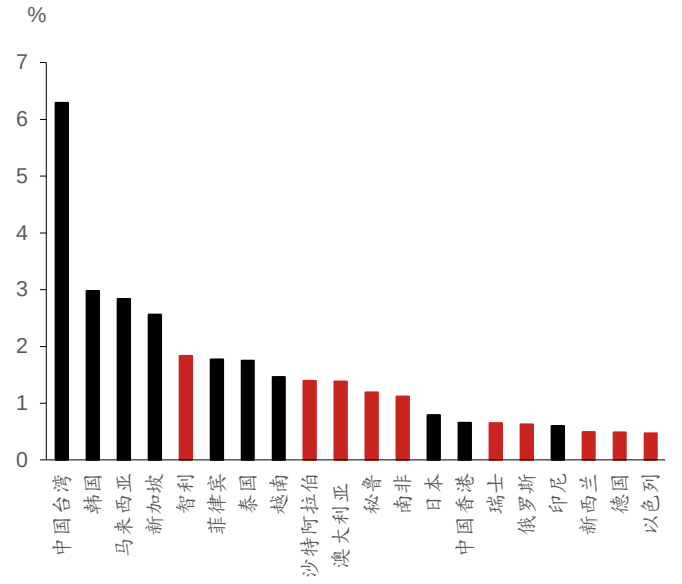
图表 10：外商直接投资吸引力计分表



注：总分是各构成因素 z 得分的加权平均值，包括市场规模（21.5%权重）、市场潜力（21.5%）、经营便利度（19%）、贸易开放度（11.4%）、经济政治稳定度（8.9%）、劳动力成本（8.9%）和与中国的距离（8.9%），均值为零。分数越高表明对外商直接投资的吸引力越大。

资料来源：国际货币基金组织、世界银行、日本贸易振兴机构、欧洲统计局、美国谘商会、国际劳工组织、CEIC、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 11：2018 年中国总出口中外国增加值占来源国 GDP 比重



注：为得出 2018 年数据，我们假设 2018 年中国总出口中增值份额与 2015 年（最新可用数据）相同，并计算该数据占 2018 年总出口比重来计算按美元计增值额。

资料来源：经合组织/世贸组织 TiVA 数据库、世界银行、野村证券、野村东方国际证券

11. 新兴市场的长期增长前景

疫情对新兴市场的冲击要大于发达经济体，因为新兴市场的公共卫生基础设施更为薄弱、非正式部门规模更大且政策空间更小。因此，关键在于新兴市场增长受到冲击是否只是短期现象，还是说疫情会从根本上改变其长期经济增长前景。积极方面来看，部分新兴市场国家将成为相对意义上的赢家，但总的来说，我们认为多数新兴市场的中期增长前景都面临挑战。

中期增长面临挑战

我们认为，新兴市场的潜在经济增长将受到以下几个方面的不利影响。

对经济增长的财政支持减少：主要由于税收收入疲软和一揽子财政刺激措施，2020 年新兴市场国家将出现创纪录的高额财政赤字和公共负债。国际货币基金组织预计，2021 年新兴市场国家平均公共债务占 GDP 比重将从 2019 年的 52.4% 升至 66.7%。巴西、印度和南非等大型新兴市场的负债比已接近或达到临界值，而过往经验证明突破此临界值会对经济增长起反作用。各国需着手进行财政整顿，未来几年或收紧财政政策。

更多永久性损伤：新兴市场国家的非正式部门规模更大，且由于社会保障体系有限、公共卫生设施薄弱，易受疫情冲击的人口数量更多。新冠疫情给非正式部门造成的冲击尤为严重，且由于财政空间有限、执行力不足，政策反应也相对无力。这很可能会对行业（尤其劳动密集型中小企业）造成更多永久性损失，比如失业和公司破产等。

贫困问题：2020 年新兴市场国家或出现更高的贫困率。世界银行估计，疫情将使 7100 万人重返极端贫困，触及 2016-17 年的最高水平。新兴市场国家在拯救生命和挽救生计之间面临艰难抉择，政府将承受巨大压力，在有限的政策空间内根据再分配政策重新调整财政支出，基建支出将受到挤压，从而对生产力和潜在经济增长造成影响。

生产力冲击：世界银行估计，生物病毒（包括非典、中东呼吸综合征、埃博拉和寨卡）在发生五年后平均拖累劳动生产率降低 6%、投资下滑 10%（图表 12）。这一下降反映了员工无法正常上班及流行病对健康和教育的负面影响。由于供应链中断、创新和技术转让减少及不确定性增加，投资将受到冲击。与以往的流行病相比，新冠疫情全球蔓延范围之广和由此产生的财政和资金压力或造成更为严重的影响（与此不同的观点请参见第 15 篇《生产力复苏》）。

旧增长模式的破裂：疫情或加速逆全球化、贸易和移民方面的贸易保护主义、中美脱钩及全球产业价值链从中国转移等多种趋势。随着供应链的重新分配，受益于适时制库存周期的公司或面临生产效率降低、成本升高的局面。对于受益于全球化的新兴市场而言，其现有增长模式将遭到破坏，而发展中国家则要面临更大的竞争压力来争夺不断缩水的市场蛋糕。亚洲大多数出口导向型经济体都处于危险之中。

负债水平不断攀升：根据国际金融协会数据，2019 年新兴市场的非金融企业债务占 GDP 比重已从 2009 年的 70%迅速升至 91.8%。据国际清算银行估计，2019 年按美元计非金融企业债务已从 2009 年的 1.6 万亿美元增至 3.8 万亿美元。公司的偿债能力受到疫情影响，实力较弱的公司或将面临债务去杠杆化和资不抵债问题。

风险溢价升高：新兴市场的风险调整回报率或止步不前。新兴市场经济体的利率已接近历史低点，新冠疫情后其经济增速或出现下滑。叠加较高的企业债务（中国）、低迷的银行业（印度）和疲弱的财政状况（印度和马来西亚）等不利的基本面情况，新兴市场的风险溢价或将升高，以补偿投资者承担的较高风险。

部分积极因素

增长差异至关重要。新兴市场经济增速仍快于发达市场。我们预计新兴市场GDP在2020年萎缩2.2%后，将于2021年反弹至6.6%，比发达市场国家（4.1%）高出近2.5个百分点。由于人口和城市化等结构性推动力，消费仍将是新兴市场的重要增长动力。新兴市场或依托技术超越传统商业模式，而技术有可能在众多新兴增长驱动力（例如服务出口）中脱颖而出。正如理查德·鲍德温（Richard Baldwin）教授所言，由于远程办公需求增加等因素，企业可以从低成本目的地选择服务提供商，未来几年新兴市场服务出口或录得爆炸式增长。

危机与机遇并存。本着“永远不要浪费一场危机”的精神，本次疫情可能会推动以往那些在政治层面难以推动的结构性改革。人工智能和机器人技术等新技术方面的投资、基建投资加快、简化劳动法程序、以及为提高经营便利性进行的改革将极大促进生产力驱动的增长。

快钱。由于发达市场利率较低且全球央行宽松政策带来了流动性充裕，投资者将寻找那些风险调整回报率更高的经济体进行投资。新兴市场国家具有相对增长优势，将受益于宽松的发达市场政策，可利用廉价资金投入高回报投资项目。正如我们的外汇策略分析师所言，美元走弱将为新兴市场提供一定喘息空间（尤其是经常账户赤字较大的新兴市场）。

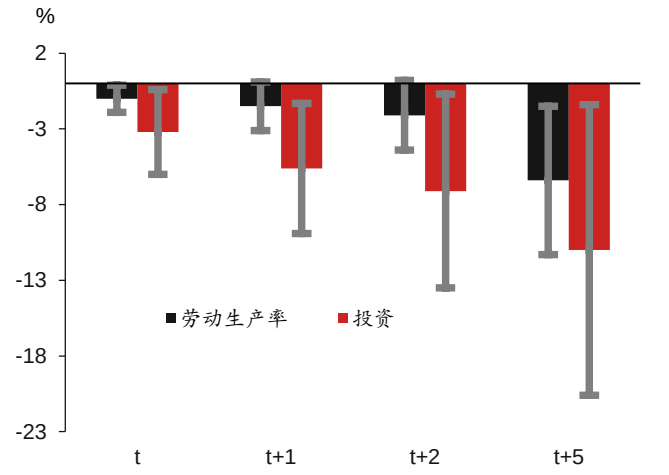
对分化加剧保持警惕

由于分化加剧，我们预计未来几年市场将分出输赢。从应对新冠疫情展现的公共卫生能力来看，亚洲新兴市场整体表现优于拉丁美洲新兴市场，而东北亚的表现要优于东南亚和印度。妥善应对疫情冲击的国家将能够集中精力推进可持续复苏，并快速适应疫情后的世界，同时在全球追逐收益的背景下吸引资金超额流入，而其他对疫情应对不力的国家则可能受到市场冷落。国家治理能力也将成为强有力的竞争优势，因为投资者更青睐那些不主张民粹主义且尊重央行独立性的领导人。将贸易转移至中国以外地区或使越南等国家受益（参见第10篇《中国以外的多元化经营》）。凭借人工智能、机器人技术、物联网、电子商务和数字银行等新兴技术驱动经济增长的国家或将跑赢市场；在这方面北亚可能将脱颖而出。

我们基于与疫情相关性较高的5个指标构建了一个脆弱性计分表。从图表13可看出2015-19年期间各新兴市场的得分变化，结果与我们对中期增长面临挑战的观点一致：由于债务上升和对旅游业依赖度较高，疫情之前部分新兴市场甚至就已经变得更加脆弱。然而，得益于改革进展（尤其是中国、印度尼西亚、印度和越南）和医疗保健能力（中国和泰国）等方面，亚洲仍脱颖而出。对于其他新兴市场国家，其脆弱性上升的原因是多方面的（特别是巴西和土耳其等许多指标都出现严重恶化的国家）。

总体而言，新兴市场的长期增长前景面临挑战，但将所有新兴市场一概而论也有失公允。

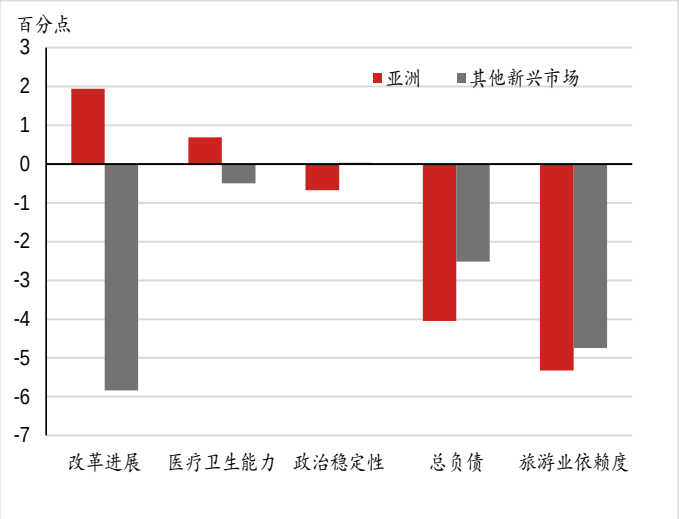
图表 12：世界银行对四大流行病对劳动生产率和投资的估计影响



注：图中竖杠显示了四大流行病对未受影响经济体在产出、劳动生产率、全要素生产率和投资水平方面的估计影响。这四大流行病分别是非典（2002-03 年）、中东呼吸综合征（2012 年）、埃博拉（2014-15 年）和寨卡（2015-16 年）。猪流感（2009 年）因与 2008-09 年全球金融危机时间相吻合，故被排除在外，以免造成混淆影响。样本包括 116 个经济体（30 个发达经济体和 86 个新兴市场及发展中经济体）。

资料来源：世界银行、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 13：2015-19 年新兴市场脆弱性评分变化



注：总负债=非金融公共部门信贷占 GDP 比重；医疗卫生能力=政府医疗卫生支出占 GDP 比重；改革进展=世界银行发布的前沿距离分数，“前沿”是指具有最佳营商环境的经济体；旅游业依赖度=旅游业收入占 GDP 比重；政治稳定性=欧亚集团的全球政治风险指数。每个类别的脆弱性得分均相对新兴市场均值（50）来计算。

资料来源：国际清算银行、国际货币基金组织、世界银行、欧亚集团、世界经济论坛、世界旅游组织、全球卫生安全指数、野村全球经济、野村东方国际证券

12. 粮食安全

暴风雨前的宁静

新冠疫情爆发之初引起了市场对全球食品价格上涨的担忧。威胁粮食安全的信号有很多，包括恐慌性抢购食物、蔬菜水果种植的劳动力紧缺、出现疫情的肉类加工厂被迫关闭，以及供应链重新配置（从餐厅和旅馆转移至杂货店和送货上门）带来的挑战。

然而，情况恰恰相反：联合国粮农组织公布的全球粮食价格指数非但没有上升，还出现了下降。粮价回落主要因为人们暂停外出就餐导致的全球需求疲软，而新兴市场国家（粮食需求增长的主要驱动力）集体陷入了至少六十年以来最严重的经济衰退。同时，全球粮食体系也开始占据有利地位。连年丰收使近年来粮食储量处于多年高位，不仅缓解了供应方面受到的冲击，还有可能有利于遏制食品保护主义和金融投机活动。美元大幅升值，而商品价格主要以美元计价，由于对以其他货币计价的价格产生估值效应，食品价格走势往往与美元走势成反比。油价暴跌降低了从施肥灌溉到运输冷藏过程中产生的农业生产成本，同时对正争夺耕地资源的生物燃料的需求也有所下滑。

人们很容易被当前的良好态势所迷惑，但长期来看新冠疫情对粮食安全的影响却不容乐观，在这方面我们与联合国粮农组织看法一致。6 月粮农组织在政策简报中警告称:“我们可能即将面临全球粮食危机，发生概率非常大。”我们认为，下列五大理由可充分说明为何未来几年将面临全球粮食危机。

第一，由于食品销量和价格下降带来的双重打击，今年**农业收入**受疫情影响严重。全球各国政府已采取大规模财政刺激措施以尝试拯救企业破产潮，但发展中国家的财政支持鲜少能直达在非正式部门苦苦挣扎且负债累累的农民，所以其推行财政刺激的难度要远高于发达国家。由于收入受损，可用于下一季耕种、捕鱼或畜牧的资源就相应削减。国际货币基金组织研究表明，非正式部门的劳动者约占新兴市场劳动力总量的 50%。

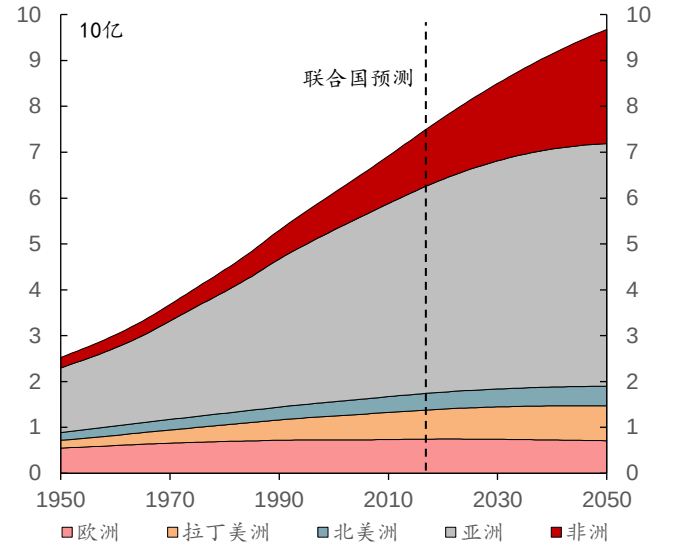
此外，收入损失和食品价格下跌大大削弱了机械、化肥和农药方面的投资规模和意愿。农业投资低迷将抑制产量增速，另外还需重视动植物感染疾病风险攀升的问题。去年非洲猪瘟导致全球生猪数量锐减 25%，而今年非洲和南亚部分地区遭受了蝗灾。粮农组织估计，1 平方公里可容纳 8000 万只蝗虫的蝗群，其一天的食物消耗量与 3.5 万人的食物消耗量相当。

粮农组织还预计未来十年全球农业用地不会增加，而新兴市场的粮食需求量将增加（见下文）。但与之相比，农业投资增速放缓、生产力或因此下滑等增长前景更加令人担忧。

第二，今年**粮食需求**或有所减弱，但在新兴经济体的带动下未来几年粮食需求可能出现强劲反弹。粮农组织预计，到 2050 年全球粮食产量需要增加 70%才能满足市场需求。粮食需求激增主要是由于新兴市场人口数量（接下来非洲人口将出现激增）和收入水平的上升（图表 14）。新兴市场经济体的经济增速比发达市场经济体高出 2-3 倍，每年可让数千万极端贫困人口摆脱贫困。低收入家庭更有可能将大部分增加的收入用于食品购买，而较富裕的家庭则更有可能将增量资金用于可选商品和服务的购买，包括减肥项目！

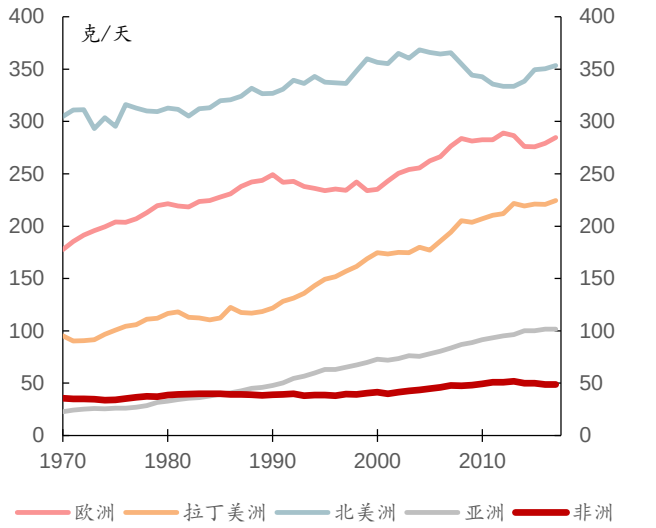
此外，随着收入增加，新兴市场消费者可能会增加肉类和奶制品的摄入，由此将产生复合效应（图表 15）。肉类需求增加推升了饲料需求，毕竟每生产 1 公斤牛肉平均需要消耗 3 公斤谷物和 1.6 万升水。当然正因如此，公众正转向资源较少、以植物为基础的饮食习惯，但新兴市场的转变速度还有待观察。

图表 14：全球人口与联合国预测



资料来源：联合国人口司、野村证券、野村东方国际证券

图表 15：人均每日肉类摄入量



注：计算方式为（国内供应量+进口量）/人口/ 365。
资料来源：野村证券、粮农组织数据、野村东方国际证券

第三，全球卫生危机和缺乏政策合作正促使各国政府更好地**维护经济主权**。印度新发起的“为本地人发声”运动便是一个很好的例子。我们希望重视国家经济主权，包括提倡更安全地获取食物。自给自足政策或导致食品供应链的重新分配，这将有利于区域网络而非全球网络。

甚至在疫情之前，世界就开始撤出自由贸易模式。如果明年全球食品价格开始上涨，那么高负债的新兴市场国家政府将倾向于在提高食品安全的情况下转向贸易保护主义。在单一国家层面，为最易受粮食价格上涨影响的最弱势群体提供援助或是实施出口禁令和降低进口关税的正当理由，但多数国家同时采取行动可能会加剧全球食品价格的暴涨（参见 2007-08 年和 2010-11 年期间食品价格飙升的例子）。世界银行估计，出口限制不断升级将使最初的冲击放大 3 倍，而全球粮食价格平均将大涨 18%。如果中国兑现第一阶段经贸协议关于在 2020-21 年采购 320 亿美元美国农产品的承诺，则将进一步增加食品价格的上行压力。

第四，随着全球经济逐渐从疫情中复苏，可以合理假设未来几年**异常强劲的美元和低油价将出现部分逆转**。如前所述，这些转变应减轻食品价格的下行压力。

第五，**全球气候持续变暖**。天气造成的冲击无法预测，却是影响农业产出的最重要因素。在应对气候变化方面，世界还远未走上正轨，但科学家们达成了广泛共识，即长期来看极端天气频繁发生、气温不断升高和缺水问题将降低农作物产量。具有讽刺意味的是，近四分之一的温室气体排放量来自农业，其中畜牧业生产排放量较大。新兴市场肉类消费量的预期增长或加剧气候变化，这是全球食品价格面临的一大上行风险。从这个角度来看，如果考虑到较高的集中度，那么全球谷物储量处于多年高点提供的缓冲能力就会降低。2007-08 年全球前七大国

家的谷物储量集中度已高达 67%，但到 2020 年将进一步升至 77%。

除少数粮食净出口发达国家以外，全球食品价格上涨显然会对多数国家造成负面影响。粮食净进口、低收入国家最易受到影响，因为低收入家庭通常将一半以上的收入用于购买食物。食品价格上涨的负面影响还可能包括通胀率上升、财政和贸易赤字扩大以及 GDP 增速放缓。最大的问题也许是富国和穷国之间的收入鸿沟将进一步扩大。野村证券的食品脆弱性指数依照 110 个国家/地区受食品价格大幅波动影响的程度进行了排名，50 个最容易受到食品价格持续上涨影响的国家几乎都是低收入国家（总收入约占世界 GDP 的四分之一，人口总数则占世界人口的五分之三以上）。

13. 气候变化：因祸得福

随着经济停摆，今年碳排放量预计将减少 4-7%，这可能是新冠疫情带来的少数积极影响之一。但不要高兴得太早。全球金融危机之后碳排放量也曾下降，但 2010 年却反弹得更厉害。长期以来，世界一直将气候变化视作一件遥不可及且发展缓慢的紧急事件；然而，《巴黎气候协定》制定的目标（本世纪末将气温升幅控制在 1.5-2.0℃以内）可能已然出现偏离，因为根据目前估计，到 2100 年地球或升温 3-4℃。

有人或许认为，由于爆发新冠疫情，全球应对气候变暖的优先性已然降低。他们还认为，由于全球合作陷入低潮，且随着经济复苏，低油价推高了市场对化石燃料的需求，全球协同应对气候变暖的难度也相应增加。然而，我们认为经济复苏或许是件好事，疫情危机当前能让全球齐心协力采取行动来应对气候变化。理由如下。

第一，我们相信 2020 年会打破人们认为气候变化仍离我们很遥远的观念：疫情让人们更加明白在面对“大自然”的力量时人类是多么脆弱。全球团结一心共同防疫为日后应对气候问题打好了宝贵基础：对抗气候变化就趁*现在*，不要等以后。

第二，疫情比金融危机发生得更突然、破坏性更强且全球受冲击范围更大。尽管油价暴跌，但在新冠疫苗成功面世之前，市场对化石燃料相关的生产和服务（尤其是运输）的需求将持续陷入低迷。石油和天然气生产商自身不堪重负，行业整合看似难以避免，这将加快向清洁能源转移的进程。由于石油和天然气前景不佳，目前已有许多行业巨头削减了投资计划，过去两个月荷兰皇家壳牌集团和英国石油公司宣布将分别对其油气资产减计高达 220 亿美元和 175 亿美元。同时，绿色投资将继续增长。

第三，疫情暴露了卫生系统的脆弱性，同时也加剧了收入不平等问题。人们逐渐认识到这两个全球性问题与气候变化之间存在必然联系。以森林砍伐为例，森林砍伐会加速全球变暖，迫使动物迁移到新的栖息地，因此增加了疾病传播的风险。这与野生动物引发的流行病（非典、中东呼吸综合征、埃博拉和禽流感）发生频率日益攀升相关。另外，温室气体大部分由富裕国家造成，而贫穷国家才主要依靠农业为生。这些前沿经济体最易受气候变化引起的旱涝灾害的冲击，导致环境移民问题日益严峻。据估计，2050 年环境移民总数或高达 10 亿。

第四，随着世界各国政府相继推出堪比战时水平的一揽子财政刺激计划，对部分国家来说目前可能是追上应对气候变化进度的一次千载难逢的机会。财政刺激方案应包括通过智能电网基建新技术利用可再生能源来重塑城市，可扩建电动汽车充电站、加大 5G 投资以增加数字互联互通并减少运输量，还可以加大可再生能源储存、碳捕获和氢气燃料等前沿领域的研发力度。

一些鼓舞人心的初步迹象已然显现，欧盟将实施“绿色新政”实现绿色经济复苏，而韩国也推出了绿色新政计划；但还有很多国家尚未采取行动。对受疫情影响最大的污染行业来说，国家援助计划应以更有力的环境承诺为条件。失业率激增让各国有机会通过重新配置劳动力来保护环境。政府激励措施也同样重要，包括家用太阳能安装补贴、家电和汽车以旧换新的减税措施等。举例来说，央行和养老基金也可率先将庞大资产负债表的一部分用于投资绿色债券。最后，当政

府发现需要控制财政赤字时，增加碳税将是可行之策。

第五，甚至在新冠疫情出现之前，就有公司已看到绿色经济的价值，且意识到仅依靠政客是无法成功解决气候变化问题的。越来越多的大公司开始加强对自身社会责任（不仅是将股东价值最大化）的重视，并投入更多精力推动利益相关者治理（参见第 14 篇《新行为模式》）。当前疫情为公共和私营部门采取集体行动应对气候变化提供了独特机会。一旦所有参与者（投资者、银行和监管机构）齐心协力，金融体系也可以在打造绿色地球方面发挥更有力的作用。在认识到气候灾难带来的系统性金融风险后，如今监管机构要求公司加强碳足迹披露，并要求银行将气候风险纳入其资本充足评估程序。

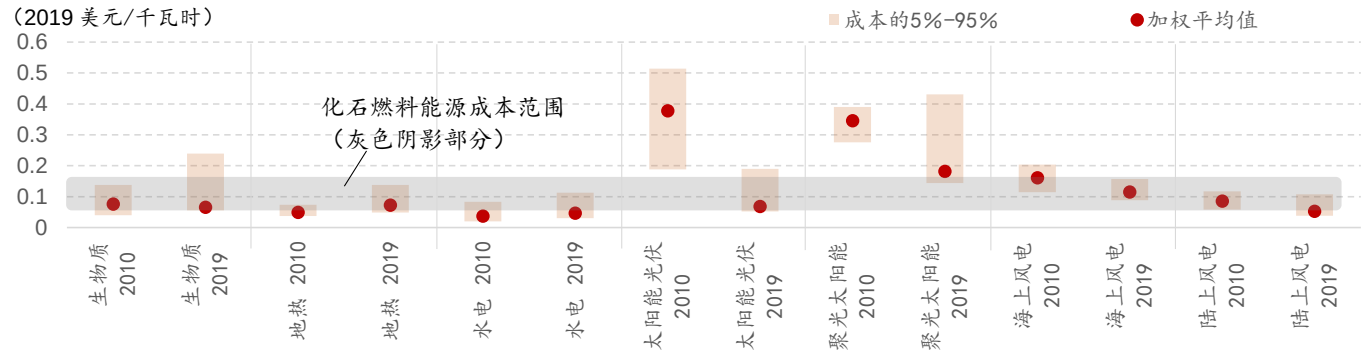
于投资者而言，我们认为环境、社会和治理（ESG）投资市场从未如此有利。在世界许多地区，由于绿色投资的强劲增长，大多数清洁能源的成本已低于化石燃料的成本（图表 16）。随着对公司碳足迹披露的要求不断提高，资产管理公司能在环境可持续性方面做出更明智的投资决定。可以肯定的是，G20 金融稳定委员会气候相关金融披露特别工作组的影响力与日俱增，并将于 2020 年 9 月发布新一期信息披露报告。随着银行日渐调低企业的风险等级，企业能够获得廉价贷款，从而更有动力披露其逐渐降低的碳足迹水平。

以前公众认为 ESG 投资是一种社会公益，但如今人们逐渐认识到这种投资可为投资者带来更高的长期风险调整回报率。通过调动市场机制和利益相关者积极性，在推动绿色地球方面金融体系或发挥比政府政策更强大的作用。这种趋势已开始成形。

疫情环境为 ESG 投资提供真实“压力测试”土壤，而且试验相当成功。根据国际金融协会数据，上半年超过 75%的 ESG 股指跑赢非 ESG 股指，领先 8 个百分点。2015 年以来 ESG 基金规模翻了三倍至 1 万亿美元以上，但仍仅占基金总规模的 2.5%，且一半以上的 ESG 基金都位于欧元区。根据我们的推断，ESG 投资具备巨大增长潜力，且极有机会对公司实施市场纪律约束以减少碳足迹。例如，挪威三文鱼生产商格里格海产公司本月发行了价值 1.05 亿美元的绿色债券，用于资助水产养殖业的可持续发展，但条件不同寻常：除非母公司大大降低与大豆相关的亚马逊毁林风险，否则所得款项将不用于购买嘉吉公司的 Aqua Nutrition 子公司。

第六，美国有可能做出重大变动。2017 年特朗普政府宣布美国将退出《巴黎协定》，立即停止执行所有协定条款。美国的一意孤行极大妨碍了应对气候变暖的全球合作进程。如果拜登赢得 11 月 3 日的美国总统大选，那么一切可能会变得不一样。拜登的竞选承诺是“使美国成为 100%的清洁能源经济，到 2050 年达到净零排放”，这与欧盟的目标基本一致。拜登也曾明确表态，如果他当选，美国将重返《巴黎协定》。如果美国和欧盟协同应对气候变化问题，则可能彻底改变局面，进一步发挥疫情对气候变化的积极效应。

图表 16：可再生能源成本已降至与化石燃料成本相当或更低水平



资料来源：IRENA 可再生能源成本数据库、野村证券、野村东方国际证券

14. 新行为模式

数字化但并不孤立

疫情改变了世界。我们认为数字化进程加快将改变消费者与企业的交互方式、推动电子医疗的兴起，从根本上改变我们生活方式和工作方式，并增强IT巨头的主导地位。受疫情影响，人与人之间被迫保持距离，但疫情反而也拉近了我们的关系。疫情是全球共有的经历，既有利于加大对企业社会责任的支持，也改变了政府行为和政策偏好，包括在关键领域提高自给自足能力以减少全球供应链风险，并愿意以绝对成本为代价提升风险承受力。

数字化

消费者和企业加速采用数字技术的趋势必将持续下去。受新冠疫情影响，零售银行业、实体零售业和餐饮业等行业迅速通过数字渠道来吸引用户。消费者的数字化偏好日益显著，即使疫情结束这种数字化浪潮也难以彻底扭转。4月麦肯锡发布报告称，在首次使用数字渠道的美国消费者中有75%的人表示当一切重回正轨，他们还将继续使用数字渠道。这种数字化浪潮将进一步点燃电子商务市场的强劲增长态势。据联合国贸易和发展会议分析，2018年全球电商销售额（企业对企业和企业对消费者）同比增长8%至26万亿美元，相当于当年全球GDP的30%。鉴于消费者偏好的转变，企业有望加大数字基建投资，以便更好地为客户服务。

疫情也是电子医疗增长的催化剂。由于技术创新的普及和医疗保健消费的日益增长，电子医疗市场实现稳步发展。许多国家已推出数字化抗疫措施：中国加大信息与通信技术（ICT）基建投资力度，并启用人工智能医疗保健服务来帮助诊断和数据分析；英国国家医疗服务体系还与亚马逊、微软和Palantir等美国科技公司合作，创建有效数字模型来优化呼吸机、病床和医护人员等医疗资源的分配。此外，由于受严格的社交隔离措施和有限的门诊服务资源制约，医疗服务需求增加使数字医疗平台越来越受欢迎。总体而言，电子医疗的经营效率大大提升，行业得到重塑，未来有望通过公私合营模式迎来进一步发展的机遇。由于医疗保健费用占全球政府支出的比重较大，电子医保未来有望大幅降低财政赤字。

商业和医疗保健等领域数字化进程加快将对房地产行业的增长前景产生长期影响。自从美国疫情爆发以来，尽管近期居民流动性有所改善，但零售和医疗的房地产投资信托基金（REITs）价格尚未恢复（图表17）。考虑到社交隔离措施的持续时间和实施力度，远程办公将快速普及，我们预计对办公楼的长期需求将会减少。

斯坦福大学对美国劳动力调查结果表明，超过半数的员工远程工作效率可以达到80%以上。疫情期间，远程办公模式让公司无需为员工现场办公的隔离问题费心。未来即使无需再社交隔离，公司在市中心租赁昂贵办公楼的意愿也会有所下降。此外，数字化办公环境可以让员工离开城市前往郊区居住，有利于保持一定社交距离。这一新兴趋势将给在全球人口密集城市中收取高额租金和物业费的大型多户住宅房产机构的收入承压。电信塔和数据中心等“专业”REITs的表现则优于其他行业。这与我们的预期一致，即政府有望加大电信塔和数据中心等设施的投资力度以加快数字化进程。

上述领域的数字化表明，IT 基建的重要性将继续增强。多数经济体或出台相关政策来提高网络安全，扩大宽带接入规模并加大对 5G 等新兴通信技术的投资力度。这将对全球经济增长产生积极影响。联合国机构国际电联的一项研究表明，全球固定宽带普及率增长 10%会带动 GDP 增长 0.8%，而移动宽带增长 10%将带动 GDP 增长 1.5%，且对发展中国家的影响更大。不过，数字化可能会对经济体的竞争和动力机制造成负面影响。鉴于大型跨国 IT 企业已在全球市场拥有广泛影响力，这些企业将从即将到来的数字化浪潮中受益，市场集中度有望进一步提高。部分线上服务市场出现越来越多的寡头或垄断企业，或导致竞争减少且不利于新业务的推出。尽管这可能导致政府出台数字税和反托拉斯法等应对措施，但决策者或不得不在竞争性市场条件与效率之间进行权衡，而经营效率正是从线上服务行业的规模经济中产生的。占据较高市场份额的 IT 企业的集中度可能会加速提高，导致更多股票指数对这些企业的业绩更加敏感。

距离更远但联系更加紧密

企业社会责任：不断推动利益相关者治理

去年，百余家美国顶级公司首席执行官在商业圆桌会议上重新定义了公司运营宗旨：公司首要目标是促进所有利益相关者的利益，而非以往的股东利益至上原则。持续的公共卫生危机凸显了为所有利益相关者服务以实现业务长期可持续增长的重要性，尤其是环境、社会和治理中的“社会”方面（如客户满意度、员工待遇和对社区的贡献）。例如，为员工提供防护装备和安全的工作环境已变得至关重要。给予其他利益相关者（如客户和供应商）的关注不足或对客户忠诚度和声誉造成负面影响。为此，许多美国大公司已采取了实际行动。JUST Capital 表示，3 月以来有 70%的受调查美国大公司采用了弹性工作制，而 31%的公司宣布已新增或延长带薪病假（图表 18）。鉴于以环境、社会和治理为主题的投资策略已引起机构投资者的关注，许多基金经理正密切追踪各大公司实施的抗疫措施。此外，近日标普公司表示，将所有利益相关者的利益纳入业务决策或最终影响未来的评级行动。鉴于环境、社会和治理投资的巨大增长潜力，对利益相关者治理的重视度将继续超过对当前疫情的重视度（参见第 13 篇《气候变化：因祸得福》）。这也将市场注意力转移到“环境”上，而由于疫情使企业运营给社区带来的外部效应更加凸显，将迫使公司降低碳足迹。

政府行为和政策偏好发生改变

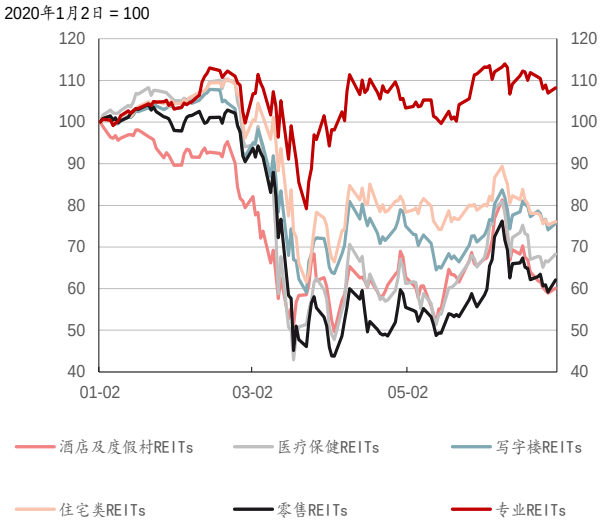
疫情也将改变政府行为和政策偏好。面对疫情危机，政府避免采取减税、鼓励私营部门投资等传统右倾政策，而是采用工资补贴、增加失业救济金和直接提供消费补贴等措施。许多已妥善应对疫情的国家（例如澳大利亚和新西兰）部署了大规模的工资补贴计划。这或许能鼓励公众遵守“居家隔离令”，减轻复产复工的压力，并有助于改善健康状况和经济预期。

失业者们无缘无故失去了工作，而这些“左倾政策”或激起公众对失业者更强的同情心。公众对失业救济等援助计划产生更强的同理心，对全民基本收入政策的支持力度也更大。全民基本收入会减轻过早重启经济并重返工作岗位的压力，长期来看在应对疫情冲击时或能产生更积极的效果。

最后，在国家危机意识和“我们在一起”精神的带动下，我们也期待**民族主义的回应**。家庭是首个也是最小的社会圈子，并最终组成民族国家这个大圈。我们预计本地购买和本地度假等活动将涌现，包括支持本土社区，部分也归因于其

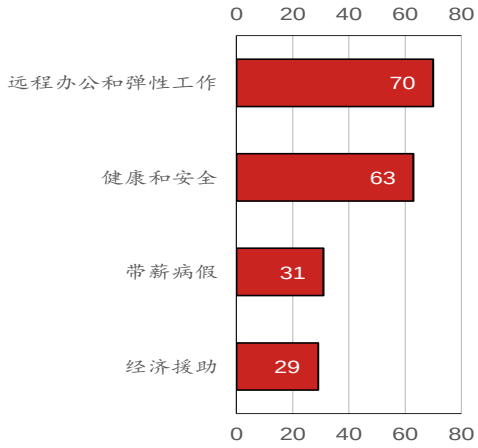
他可选的方案寥寥无几。我们相信市场能逐渐意识到自给自足和缩短供应链带来的好处，包括降低风险、减少对单一供应商主导的全球供应链的依赖度（参见第 10 篇《中国以外的多元化经营》）。自给自足还会增加对国内增长动能的偏好，并减少对全球出口增长的依赖。各国将提高贸易效率、降低绝对成本，以提升风险承受力和自给自足能力。这一趋势或利好本土就业市场，但可能会给生产力带来一定影响（参见第 15 篇《生产力复兴》）。此外，优先考虑自给自足的贸易政策或导致对区域网络有利的食品供应链重新定位，从而加剧供应冲击使全球食品价格飙升的风险（参见第 12 篇《粮食安全》）。

图表 17：标普各 REIT 行业价格



注：标普专业 REIT 行业包括数据中心、电信塔、林地和长期净租赁。
资料来源：标普全球、Haver Analytics、野村证券、野村东方国际证券

图表 18：美国大公司对疫情的应对



截至6月9日，美国301位顶尖雇主的措施占比

注：“健康和安全”指公司采取了特定的安全防疫措施并提供个人防护装备。“经济援助”包括增加加班费、提供最低奖金。
资料来源：JUST Capital、野村证券、野村东方国际证券

15. 生产力复苏

疫情结束后，在更加活跃的私营部门的带动下，全要素生产率增速或将提高

在疫情爆发之前，生产率为何如此之低是横在大家面前的一道难题。在 27 个发达经济体样本中，本世纪初年生产率的增速中值从 20 世纪 60 年代的约 4%放缓至 2%附近，去年更是进一步回落至 1%下方（图表 19）。

鉴于信息技术的持续快速发展，生产力的糟糕表现颇令人诧异。近年来，许多发达经济体的增长动力有所减弱。以高绩效企业并取代低绩效企业的“创造性破坏”进程已经放缓。在部分国家（尤其是日本），劳动力市场的长期惯例不利于企业灵活把握千变万化的机遇。

疫情的冲击不容小觑，部分行业的经济活动出现空前锐减。几乎所有企业都不得不适应这一转变。

短期来看，疫情或降低生产率。企业或许一蹶不振，员工可能不得不寻觅新的工作机会，这会使成本相应增加。考虑到社交隔离措施，关键基础设施（例如公共交通和办公大楼）的容纳能力将减弱。复杂的供应链已出现裂痕。

但这种情况不会一直持续。在未来的某天，得益于有效治疗手段、疫苗及群体免疫力，人们对疫情的恐惧将烟消云散。一旦经营短期中断不再成为制约因素，企业在疫情期间被迫获得的经验教训将释放无限可能。

私营部门将推动生产力复兴

我们认为疫情给生产力带来最重要的长期影响或许是各家企业的行为模式将发生变化。企业不得不想方设法地快速适应疫情带来的种种变化。展望未来，我们认为企业不太可能完全回归以前的行为模式。此外，我们预计充满活力的私营企业将涌现新的机遇。

部分行业可能会遭遇销量骤降的情况，而业内企业被迫即时调整战略、合理精简企业规模、严格审查成本、寻觅新的收入驱动力并着手开发新技术和物联网工具。疫情带来巨大的“再分配”冲击。我们认为，疫情将不可避免地导致大量资源的重新分配。近期研究表明，目前对销售和工作重新分配的预期值是正常水平的 2-4 倍。可以肯定的是，这种变动的成本很高（特别是对于那些流离失所的员工而言），但资源重新分配通常能极大促进整体生产力的增长。如果新冠疫情最终使经济更具活力，则有望带动生产率重返高增长通道。

多数企业不得不调整工作方式以适应社交隔离要求，同时还不得不经济利用现代信息技术所赋予的种种功能。令人惊讶的是，这场大规模的真实环境试验取得了成功。一夜之间许多企业纷纷开启远程办公模式。内部系统和 IT 部门不得不灵活应变并迅速适应新环境。面对共同的危机，员工和雇主同心同力，老板或最终对这种模式产生的积极效果感到惊讶。这些亲身经验将无法被忘记。机构组织行事变得更为灵活，将来亦会涌现更多选择。员工通勤时间缩短，出差频率也大大降低。各团队也不必都集中在一起工作（参见第 14 篇《新行为模式》）。

最近几周，公众能接触到更多新数据，包括手机跟踪数据、数字支付以及高频商业数据的汇总等。疫情给人们带来了更多可能。未来信息技术等领域的快速发展或进一步带动生产力的增长。

疫情还有可能加快那些疫情前就已确立的积极趋势（例如零售从线下向线上

转移的长期趋势)。就像过去几十年向大卖场转变的趋势一样，转向线上零售也有望对生产力产生重大影响。

我们认为，生产力复兴都将主要由私营部门主导。考虑到大多数经济体要面临的公共卫生和宏观经济的严峻挑战，即将举行的美国大选以及在某些地区（包含多个国家的欧洲）达成共识和推行政策的复杂性，我们怀疑未来几年大多数政府的微观经济改革将没有太多“上升空间”。换言之，我们认为新增疫情病例较少的小型经济体更可能把握时机，比大型经济体表现更好。在我们看来，这些小型经济体包括中国台湾、韩国、澳大利亚和新西兰。

日本劳动力市场的生产力复兴

特别是，日本或许能从新的工作方式中受益匪浅。日本劳动力市场以流动性低而闻名，当然这在很大程度上是制度环境使然。日本劳动力市场的典型特征是长期就业、集体招聘应届生、强制退休、资历工资制度和模糊的职位描述等。这些特性相互关联，很难仅对其中一个做出调整。由于员工倾向于长期待在同一家公司，公司就需要设置进入和退出机制。为确保同一家公司的激励措施能持续奏效，工资体系必须基于资历而非能力。企业面临新环境时，需要通过内部转岗来进行就业调整。由于员工不断被调动，其获得的职业技能往往属于公司特有的，从而导致其难以脱离公司找到其他工作。更重要的是，为了能够在同一家公司承担多个职责，职位描述必须模糊。

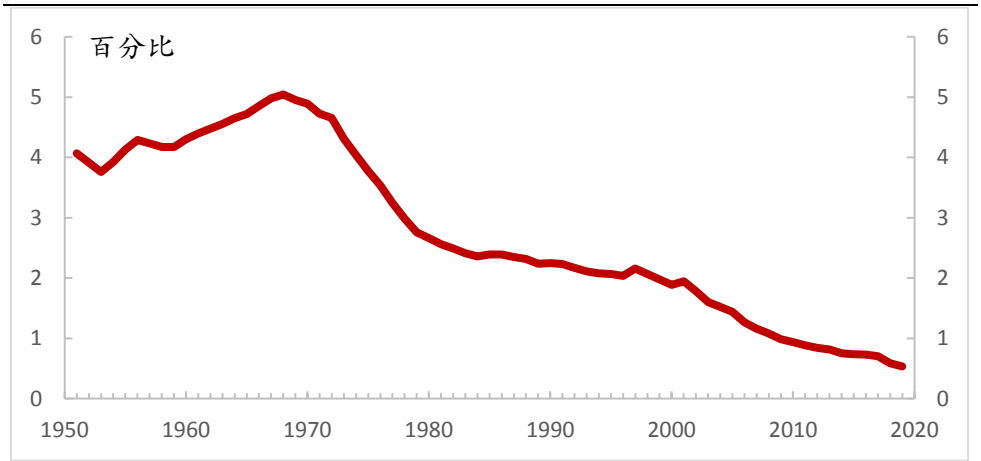
疫情或触发对日本就业结构的重大改革。许多日本公司被迫开展远程工作，且发现这种办公模式非常奏效。虽然工作方式的转变可能是永久的，但在员工评估方面却可能遇到困难，因为在未事先设定工作任务的前提下难以对员工做出评估。如果职位描述和工作风格本身不互斥，那么清晰的职位描述与新的工作风格更为适配。不过，对传统劳动力市场制度来说职位描述模糊性至关重要。如果职位描述足够清晰，则最终可能会打破劳动力市场体系之间的良性平衡。这可能带来的结果包括从低流动性跃升至高流动性平衡，叠加更有效的资源分配和更高的生产率。

警惕疫情负面影响

以往多次大衰退后，都会出现潜在增长放缓的时期。经济衰退会降低对有形资本和人力资本的投资。金融混乱会加剧这些趋势，而疫情导致的经济收缩会造成类似影响。疫情还会造成其他影响，包括退出全球化、集中度提高以及收入分配趋于平均等，当然也可能会抑制潜在增长。

然而，疫情也迫使企业快速适应一个在数月前难以想象的新环境。我们认为这种强制性创新或能促进全要素生产率的增长，而这或许将成为新冠疫情带来的主要长期利好。

图表 19：27 个主要经济体生产率增速中值



资料来源：美国咨商会、野村经济、野村东方国际证券

附录

相关研究

《评估洪水对经济的影响》 2020.07.21

《商业复苏的每周动态—7 月 20 日》 2020.07.20

《6 月财政收支增速一升一降》 2020.07.20

《二季度实际 GDP 同比跃升 3.2%》 2020.07.16

《6 月贸易增速录得反弹》 2020.07.14

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	**梅煜晖** +86 21 66199041 yuhui.mei@nomuraoi-sec.com	**王文剴** +86 21 66199115 wenkai.wang@nomuraoi-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	**吴琳** +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com	**王彧** +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使用，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告